

Going Private Transaktionen aus Sicht eines Finanzinvestors

**Spannungsfeld zwischen
gesamtwirtschaftlichem Nutzen
und Minderheitenschutz**

Dissertation

zur Erlangung des Grades eines Doktors der Rechte der
Juristischen Fakultät der Universität Augsburg

Vorgelegt von

Kerstin Grupp

2006

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	I
Literaturverzeichnis.....	VIII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXVI
Einleitung.....	1
I. Problemstellung und Zielsetzung.....	1
II. Gang der Untersuchung.....	5
Teil 1: Grundlagen.....	8
A. Begriff und Erscheinungsformen des Delisting und des Going Private.....	8
I. Begriff des Delisting und des Going Private.....	8
1. Teil-Delisting.....	9
2. Börsensegmentwechsel.....	10
3. Umfassendes Delisting als Going Private.....	11
II. Erscheinungsformen des Delisting.....	13
1. Delisting von Amts wegen.....	13
2. Delisting auf Antrag des Emittenten.....	14
B. Gründe für ein Going Private.....	15
I. Motive für ein Going Private.....	15
1. Funktionslosigkeit der Börsennotiz.....	16
a) Wegfall der Kapitalbeschaffungsfunktion der Börsennotierung.....	16
b) Wegfall der Bewertungsfunktion der Börsennotierung.....	18
c) Wegfall der Anreizfunktion der Börsennotierung.....	19
2. Verringerung der Agency-Kosten.....	20
3. Verminderung der Gefahr feindlicher Übernahmen.....	22
4. Vermeidung der Zulassungsfolgepflichten.....	24
II. Operative Nachteile eines Going Private.....	27
III. Zusammenfassung.....	28
C. Überblick über den Regelungsrahmen eines Going Private.....	31
I. Das Übernahmeverfahren nach dem WpÜG.....	31
1. Der Ablauf eines Übernahmeverfahrens.....	31
2. Minderheitenschutz im Rahmen des Übernahmeverfahrens.....	32
a) Transparenzregeln.....	32
b) Das Pflichtangebot.....	32

c) Die Preisregelung.....	33
d) Die Neutralitätspflicht	34
3. Rechtsschutz der Aktionäre.....	35
II. Die Techniken des Going Private	36
1. Das reguläre Delisting.....	36
a) Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen	36
b) Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	36
2. Kaltes Delisting.....	37
a) Die Verschmelzung.....	38
b) Der Formwechsel.....	38
c) Die Eingliederung	39
d) Die auflösende Übertragung.....	39
e) Der Unternehmensvertrag.....	40
3. Squeeze-Out Verfahren	40
Teil 2: Interessen der Beteiligten.....	43
A. Interessen und Ziele des Finanzinvestors und deren gesamtwirtschaftliche Legitimation	43
I. Interessen und Ziele des Finanzinvestors.....	43
1. Kontrolle über die Gesellschaft und das Management	45
2. Zugriff auf das Vermögen und die Liquidität der Zielgesellschaft.....	47
3. Herausdrängen der Minderheitsaktionäre	47
4. Steuerliche Optimierung der Transaktion.....	53
5. Operative Steigerung des Unternehmenswertes durch Ausschöpfung ungenutzter Wertpotentiale	55
6. Zusammenfassung	56
II. Gesamtwirtschaftliche Legitimation	57
B. Die Interessen der Minderheitsaktionäre und deren Schutzwürdigkeit	65
I. Notwendigkeit eines Minderheitenschutzes	65
II. Interessen der Minderheitsaktionäre und deren Schutzwürdigkeit	69
1. Interesse an der Fungibilität ihrer Aktien	70
2. Interesse an einer umfassenden Information und Kontrollmöglichkeit	71
3. Interesse an einem weiteren Ertrag	72
4. Interesse am Erhalt des Vermögens / Bestandsinteresse	73
5. Verwaltungsinteresse.....	76
6. Zusammenfassung	77
C. Zwischenergebnis: Spannungsfeld zwischen gesamtwirtschaftlichem Nutzen und Minderheitenschutz.....	79
Teil 3: Die Going Private Transaktion aus Sicht des Finanzinvestors.....	85

A. Die Vorbereitung einer Going Private Transaktion	85
I. Voranalyse und Suche nach einer Zielgesellschaft.....	85
II. Initiierung der Transaktion / Kaufvertragsverhandlungen.....	89
III. Festlegung der Finanzierungsstruktur	91
IV. Zusammenfassung	97
B. Das Übernahmeverfahren nach dem WpÜG	98
I. Vorbemerkungen.....	98
1. Anwendungsbereich des Gesetzes	99
2. Grundsätze des Übernahmeverfahrens	100
3. Die Angebotsarten des WpÜG	101
a) Der Begriff des Kontrollerwerbs	101
b) Einfache Erwerbsangebote.....	103
c) Freiwillige Übernahmeangebote	104
d) Pflichtangebote	105
II. Die vier Phasen eines freiwilligen Übernahmeverfahrens.....	106
1. Phase (1): Vorbereitung des Angebots	107
a) Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots.....	107
b) Vorbereitung und Übermittlung der Angebotsunterlage.....	110
c) Finanzierungsbestätigung.....	111
2. Phase (2): Prüfung des Angebots durch die BaFin und Veröffentlichung der Angebotsunterlage	112
a) Prüfung durch die BaFin	112
b) Veröffentlichung der Angebotsunterlage	113
c) Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft	114
3. Phase (3): Annahmefrist	116
a) Reguläre Annahmefrist	116
b) Verlängerung der regulären Annahmefrist.....	117
c) Weitere Annahmefrist bei Übernahmeangeboten („Zaunkönigregelung“)	118
d) Veröffentlichungspflichten während der Annahmefrist.....	118
4. Phase (4): Nachangebotsfrist	119
III. Minderheitenschutz im Rahmen des Übernahmeverfahrens?	120
1. Minderheitenschutz durch die Regelungen zur Transparenz?	120
a) Die Angebotsunterlage.....	120
(1) Allgemeine Anforderungen.....	121
(2) Der Inhalt der Angebotsunterlage	121
(a) Angaben zum Inhalt des Angebots, § 11 Abs. 2 S. 2 WpÜG.....	122
(b) Ergänzende Angaben nach § 11 Abs. 2 S. 3, Abs. 3 WpÜG	122
(c) Ergänzende Angaben nach § 2 WpÜG Angebots-VO	124

(d) Weitere Pflichtangaben.....	126
(3) Haftung für die Angebotsunterlage	126
b) Sonstige Informationspflichten des Bieters	127
c) Rechtliche Würdigung der Regelungen zur Transparenz.....	130
(1) Die Regelungen zur Angebotsunterlage.....	130
(2) Gesamtwürdigung der Regelungen zur Transparenz.....	132
2. Minderheitenschutz durch die Regelungen zum Pflichtangebot?.....	132
a) Die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG	133
b) Die Regelungen der §§ 35 ff. WpÜG.....	135
(1) Dogmatische Einordnung	135
(2) Ökonomische Einordnung	138
c) Rechtliche Würdigung der Regelungen zum Pflichtangebot	140
3. Minderheitenschutz durch die Preisregelung?	141
a) Die gesetzliche Preisregelung	142
(1) Art der Gegenleistung	142
(2) Höhe der Gegenleistung	144
(3) Nachbesserung der Gegenleistung	146
(a) Nachbesserung bei Parallelerwerb	146
(b) Nachbesserung bei Nacherwerb.....	148
b) Ökonomische Einordnung der Preisregelung.....	149
c) Rechtliche Würdigung der Preisregelung.....	151
4. Minderheitenschutz aufgrund der Regelungen zu Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote	152
a) Neutralitätspflicht.....	154
b) Zulässige Abwehrmaßnahmen	156
(1) Handlungen eines ordentlichen Geschäftsleiters	156
(2) Suche nach konkurrierendem Angebot	157
(3) Handlungen mit Zustimmung des Aufsichtsrats	157
(4) Handlungen nach Ermächtigung durch Hauptversammlung	158
c) Unzulässige Abwehrmaßnahmen	159
d) Präventive Abwehrmaßnahmen	161
e) Bestechungsverbot	162
f) Abwehrmaßnahmen nach dem Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz.....	163
(1) Europäisches Verhinderungsverbot.....	163
(2) Europäische Durchbrechungsregel.....	164
g) Rechtliche Würdigung der Regelungen zu Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote.....	165
5. Minderheitenschutz durch die Regelungen zum Rechtsschutz der Aktionäre	166
a) Dreigliedriger Rechtsschutz	167
b) Verwaltungsrechtsschutz	168
(1) Rechtsschutz bei Untersagung des Angebots	172

(2) Rechtsschutz bei Gestattung der fehlerhaften Angebotsunterlage	173
(3) Rechtsschutz der Aktionäre bei Stellungnahmen des Vorstandes oder Aufsichtsrates der Zielgesellschaft	174
(4) Rechtsschutz im Zusammenhang mit der Überprüfung der Gegenleistung	174
(5) Rechtsschutz bei pflichtwidrig unterlassenen Pflichtangebot	174
(6) Rechtsschutz im Zusammenhang mit dem Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG	175
(7) Einstweiliger Rechtsschutz	175
c) Zivilrechtsschutz	176
(1) Rechtsschutz bei Untersagung des Angebots	176
(2) Rechtsschutz bei Gestattung der fehlerhaften Angebotsunterlage	176
(3) Rechtsschutz der Aktionäre bei Stellungnahmen des Vorstandes oder Aufsichtsrates der Zielgesellschaft	177
(4) Rechtsschutz im Zusammenhang mit dem Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG	178
(5) Rechtsschutz im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot	178
(6) Rechtsschutz bei unterbliebenem Pflichtangebot	179
(7) Einstweiliger Rechtsschutz	179
d) Rechtliche Würdigung der Regelungen zum Rechtsschutz der Aktionäre	179
IV. Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?	181
C. Die Techniken des Going Private Verfahrens	184
I. Reguläres Delisting	185
1. Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen	186
a) Die Regelung des § 38 Abs. 4 BörsG	187
b) Die Ermessensentscheidung gemäß § 38 Abs. 4 BörsG	188
(1) Interessen der Anleger	189
(a) Verlust der Veräußerungsmöglichkeit über die Börse	189
(b) Verlust der Kontrolle des Unternehmens durch Publizitäts- und Rechnungslegungspflichten	189
(c) Verlust des Anlegerschutzes nach den Regelungen des WpHG	190
(2) Schutz der Anlegerinteressen über Art. 14 GG	190
(3) Interessen des Emittenten	191
(4) Interessenabwägung im Rahmen der Delisting-Entscheidung	192
c) Die Regelung der Börsenordnungen am Beispiel der FWB	194
2. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen	196
a) Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	198
b) Erforderliche Beschlussfassungsmehrheit	203
c) Beschlussvoraussetzungen und Beschlusskontrolle	205
d) Abfindungsangebot	205
e) Anwendung des Spruchstellenverfahrens?	208

3. Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?	209
II. Kaltes Delisting	211
1. Going Private über das Umwandlungsgesetz	213
a) Verschmelzung	213
b) Formwechsel	216
2. Eingliederung (§§ 319 ff. AktG)	219
3. Asset Deal mit Liquidation / Auflösende Übertragung	221
4. Sonstige Gestaltungsformen	226
a) Kapitalherabsetzung / Reverse Stock Split	226
b) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (§§ 291 ff AktG)	227
c) Aktienrückkauf	229
5. Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?	230
III. Squeeze-Out	232
Seit Inkrafttreten des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes stehen einem Hauptaktionär nach Durchführung eines Übernahmeangebots nunmehr zwei weitere Wege zur Durchführung einer Going Private Transaktion zur Verfügung: das bereits seit dem Jahr 2002 bekannte aktienrechtliche Squeeze-Out Verfahren nach den Regelungen des AktG, sowie – neu – das übernahmerechtliche Squeeze-Out Verfahren nach den Regelungen des WpÜG.	
1. Aktienrechtliches Squeeze-Out Verfahren	232
a) Squeeze-Out in börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften	233
(1) Einleitende Bemerkungen	233
(2) Kurze Analyse der ersten Squeeze-Out Verfahren in Deutschland	235
b) Die Regelungen der §§ 327 a ff AktG	235
(1) Die 95%-Quote	237
(2) Informations- und Berichtspflichten	237
(3) Handelsregistereintragung	238
c) Die Abfindung der Minderheitsaktionäre	239
(1) Die Bemessung der Barabfindung durch den Hauptaktionär	239
(a) Ertragswertverfahren	239
(b) Discounted-Cash-Flow-Methode	240
(c) Buchwertmethode	240
(d) Börsenkurs	241
(2) Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	241
(3) Gerichtliche Nachprüfung der Abfindung im Spruchstellenverfahren	242
d) Der Ablauf eines Squeeze-Out-Verfahrens	242
e) Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?	244
2. Übernahmerechtliches Squeeze-Out-Verfahren	246
a) Squeeze-Out Verfahren nach dem WpÜG n.F.	247

b) Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?	248
IV. Verbesserungsvorschlag für den Regelungsrahmen der Techniken des Going Private Verfahrens.....	252
<i>Teil 4: Schlussbetrachtung.....</i>	<i>259</i>
<i>A. Zusammenfassung</i>	<i>259</i>
<i>B. Ausblick</i>	<i>263</i>
<i>C. Thesenüberblick</i>	<i>265</i>

Literaturverzeichnis

- Adolff, Johannes /
Tieves, Johannes*** Über den rechten Umgang mit einem entschloss-
losen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung
des BGH für den Rückzug von der Börse;
in: BB 2003, 797 ff.
- Altmeyden, Holger*** Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem
neuen Übernahmerecht;
in: ZIP 2001, S. 1073 ff.
- Assmann, Heinz-Dieter*** Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote nach
dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
aus der Sicht der Bietergesellschaft;
in: AG 2002, S. 153 ff.
- Austmann, Andreas /
Mennicke, Petra*** Übernahmerechtlicher Squeeze-out und Sell-out;
in: NZG 2004, S. 846 ff.
- Baker, George P. /
Jensen, Michael C. /
Murphy, Kevin J.*** Compensation and Incentives: Practice vs. The-
ory;
in: Journal of Finance 1990, Vol. 27, S. 195 ff.
- Bästlein, Hanno M.*** Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeange-
bote: eine ökonomische Betrachtung von Ursach-
en und Auswirkungen unter besonderer Be-
rücksichtigung der deutschen Situation Unter-
nehmenskauf;
Dissertation; Frankfurt 1997.
- Baums, Theodor*** Die Anfechtung von Hauptversammlungsbe-
schlüssen;
in: Working Paper der Universität Osnabrück Nr.
85, Gutachten zum 63 Deutschen Juristentag,
Februar 2000.
- Baums, Theodor /
Thoma, Georg F.*** Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Über-
nahmegesetz;
Kommentar; Köln 2004.

- Beck, Ralf /
Stinn, Dietmar** Börsenrückzugs-Gesellschaften in Deutschland – Eine empirische Untersuchung;
in: FB 2002, S. 653 ff.
- Beermann Marcel /
Masucci, Axel** Motive und Umsetzung eines Going Private;
in: FB 2000, S. 705 ff.
- Benecke, Martina** Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Delisting – zur Begründung und Fortentwicklung der neuen Rechtsprechung des BGH zum freiwilligen Rückzug von der Börse;
in: WM 2003, 1122 ff.
- Berding, Benjamin** Subjektiv öffentliche Rechte Dritter im WpÜG – Rechtsschutz gegen die Gestattung einer evident mangelhaften Angebotsunterlage;
in: Der Konzern 2004, S. 771 ff.
- Berkovitch, Elazar /
Khanna, Naveen** How target shareholders benefit from value-reducing defense strategies in takeovers;
in: Journal of Finance 1990, S. 137 ff.
- Bernau, Timo** Die Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 WpÜG;
in: WM 2004, S. 809 ff.
- Bischoff, Thomas** Sachliche Voraussetzungen von Mehrheitsbeschlüssen in Kapitalgesellschaften;
in: BB 1987, S. 1055 ff.
- Blumers, Wolfgang /
Beinert, Stefanie /
Witt, Sven-Christian** Unternehmenskaufmodelle nach der Steuerreform;
in: DStR 2001, S. 233 ff.
- Boehmer, Ekkehard** Who controls Germany? An explanatory analysis;
in: Arbeitspapier der Humboldt University, 1998.
- Boesebeck, Ernst** Geschäftemacherei von „Berufsopponenten“;
in: AG 1963, S. 203 ff.

- Boos, Karl-Heinz /
Fischer, Reinfrid /
Schulte-Mattler, Hermann** Kreditwesengesetz;
Kommentar; München 2000.
- Brandi, Oliver /
Süßmann, Rainer** Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Fol-
gen für Ablauf und Gestaltung von M&A-
Transaktionen;
in: AG 2004, S. 642 ff.
- Brauer, Markus** Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und
Börsenrückzug ihrer Aktiengesellschaft;
Dissertation, Berlin 2005.
- Bruski, Johannes** Step-Up-Modelle beim Unternehmenskauf;
in: FR 2002, S. 181 ff.
- v. Braunschweig, Philipp** Going Private und Delisting deutscher AGs nach
Mehrheitserwerb;
in: M&A Review 4/1999, S. 165 ff.
- Bungert, Hartwin** Verfassungsmäßigkeit des Squeeze-Out;
in: BB 2005, S. 2652 ff.
- Burghof, Hans-Peter /
Schilling, Dirk** Going Private als Corporate Governance-
Transaktion;
in: BFuP 2/2003, S. 117 ff.
- Burkart, Mike /
Gromb, Denis /
Panunzi, Fausto** Agency Conflicts in Public and Negotiated
Transfers of Corporate Control,
in: Journal of Finance, 2000, Vol. 55, S. 647 ff.
- Busch, Torsten** Die Frist für den Bedingungsverzicht gemäß § 21
Abs. 1 WpÜG – Wie lange ist ein Werktag?;
in: ZIP 2003, S. 102 ff.
- Cramer, Jörg E (Hrsg.)** Knapps Enzyklopädisches Lexikon des Geld-,
Bank- und Börsenwesens;
Monographie; Frankfurt/Main 1999.
- Deilmann, Barbara /
Lorenz, Manuel (Hrsg.)** Die börsennotierte Aktiengesellschaft;
Monographie; München 2005.

- Drukarczyk, Jochen*** Squeeze-Out gemäß §§ 327a ff. AktG – Konzeption und das Problem der Abfindung;
in: Festschrift für Gerhard Scherrer: Unternehmensrechnung – Konzeption und praktische Umsetzung (2004), S. 625 ff.
- Duve, Christian / Basak, Denis*** Ungeahnte Unterstützung für aktive Aktionäre – wie das UMAG Finanzinvestoren hilft;
in: BB 2006, S.1345 ff.
- Ehricke, Ulrich / Ekkenga, Jens / Oechseler, Jürgen*** Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz;
Kommentar; München 2003.
- Eisele, Florian / Götz, Alexander / Walter, Andreas*** Motive, Gestaltungsformen und Ablauf eines Going Private;
in: FB 2003, S. 479 ff.
- Eisele, Florian / Götz, Alexander / Walter, Andreas*** Going Private-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt – Eine empirische Bestandsaufnahme;
in: FB 2003, S. 839 ff.
- Even, Frank / Vera, Antonio*** Die Techniken des Going Private in Deutschland;
in: DStR 2002, 1315 ff.
- Fleischer, Holger / Kalls, Susanne*** Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz;
Monographie; München 2002.
- Franks, Julian R. / Harris, Robert / Mayer, Colin*** Means of Payment in Takeovers: Results for the US;
in: NBER Working Papers 1987, National Bureau of Economic Research.
- Friedl, Markus J.*** Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat für eine fehlerhafte Stellungnahme gemäß § 27 I WpÜG;
in: NZG 2004, S. 448.

- Funke, Sabine*** Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting- Gesellschafts- u. kapitalmarktrechtliche Überlegungen zum interessengerechten Liquiditätsschutz von Minderheitsaktionären beim Börsenrückzug;
Monographie, Berlin 2005.
- Götze, Cornelius*** „Gelatine“ statt „Holzmüller“ – Zur Reichweite ungeschriebener Mitwirkungsbefugnisse der Hauptversammlung;
in: NZG 2004, S. 585 ff.
- Grabbe, Hartwig / Fett, Torsten*** Pflichtangebot im Zuge von Verschmelzungen
Zugleich ein Beitrag zur Schnittstelle von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht;
in: NZG 2003, S. 755 ff.
- Groß, Wolfgang*** Rechtsprobleme des Delisting;
in: ZHR 2001, S. 141 ff.
- Grossmann, Stanford J. / Hart, Oliver D.*** Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation;
in: Bell Journal of Economics 1980, S. 42 ff.
- Grunewald, Barbara*** Die Auswirkungen der Macrotron-Entscheidung auf das kalte Delisting;
in: ZIP 2004, S. 542 ff.
- Grupp, Alexander*** Börseneintritt und Börsenaustritt – individuelle und institutionelle Interessen;
Monographie; Berlin 1995.
- Haarmann, Wilhelm / Riehmer, Klaus / Schüppen, Matthias (Hrsg.)*** Öffentliche Übernahmeangebote;
Kommentar; Heidelberg 2002.
- Habersack, Mathias*** Auf der Suche nach dem gerechten Preis – Überlegungen zu § 31 WpÜG;
in: ZIP 2003, S. 1123 ff.

- Hamann, Uwe*** Die Angebotsunterlage nach dem WpÜG – ein praxisorientierter Überblick;
in: ZIP 2001, S. 2249 ff.
- Harbarth, Stephan*** Kontrollerlangung und Pflichtangebot;
in: ZIP 2002, S. 321 ff.
- Harbarth, Stephan*** Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf;
in: ZIP 2005, S. 1898 ff.
- Hecker, Renate*** Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht;
Monographie; Tübingen 2000.
- Heidel, Thomas /
Lochner, Daniel*** Verfassungswidrigkeit der Squeeze-out-Regelungen der umzusetzenden EU-Übernehmerichtlinie;
in: DB 2005, S. 2564 ff.
- Heine, Joachim*** Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting;
Dissertation; Köln 2003.
- Heinrich, Erbo /
Theusinger, Ingo*** Anfechtung wegen Informationsmängeln und Freigabeverfahren nach dem UMAG – ein ungeklärtes Verhältnis;
in: BB 2006, S. 449 ff.
- Heiser, Kristian J.*** Interessenkonflikt in der Aktiengesellschaft und ihre Lösung am Beispiel des Zwangsangebots: Das Spannungsfeld zwischen Unternehmer- und Kapitalmarktrecht;
Dissertation; Hamburg 1999.
- Helmis, Sven*** Fluch oder Segen für den deutschen Kapitalmarkt? Eine empirische Analyse der Squeeze-outs in deutschen Aktiengesellschaften;
in: Arbeitsberichte aus dem Institut für Mergers & Acquisitions (IMA) Nr. 01/03.
- Helmis, Sven /
Kemper, Oliver*** Squeeze-Out in Deutschland;
in: DBW 2002, S. 512 ff.

- Henn, Günter*** Die Gleichbehandlung der Aktionäre in Theorie und Praxis;
in: AG 1985, S. 240 ff.
- Henze, Hartwig*** Recht der Kapitalgesellschaften;
in: Festschrift für Thomas Raiser (2005), S. 145 ff.
- Henze, Hartwig / Hoffmann-Becking, Michael (Hrsg.)*** Gesellschaftsrecht 2003;
in: RWS- Kommunikationsforum 2003, S. 337 ff.
- Henze, Marc*** Delisting – Kapitalmarktrechtliche und gesellschaftsrechtliche Aspekte eines Widerrufs der Börsenzulassung;
Dissertation; Baden-Baden 2002.
- Herkenroth, Klaus E.*** Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht;
Dissertation; Berlin 1994.
- Hirte, Heribert (Hrsg.)*** WpÜG, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Übernahmekodex und City Code, Gesetzestexte – Quellen – Materialien;
Monographie; Köln 2002.
- Hirte, Heribert / Bülow, Christoph von (Hrsg.)*** Kölner Kommentar zum WpÜG;
Kommentar; Köln 2003.
- Hofmann, Christian / Krolop, Kaspar*** Rückverschmelzung nach Börsengang: Der Fall T-Online;
in: AG 2005, S. 866 ff.
- Hohn, Nikola*** Going Private: Vorteilhaftigkeitsanalyse und Gestaltungsformen;
Monographie; Frankfurt/Main 2000.
- Holzborn, Timo*** BGH verschärft Delisting-Voraussetzungen – § 58 BörsO Frankfurter Wertpapierbörse vor dem Hintergrund des Macrotron-Urteils des BGH;
in: WM 2003, S. 1105 ff.

- Hommelhoff, Peter / Kleindiek, Detlef** Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht;
in: AG 1990, S. 106 ff.
- Hopt, Klaus J.** Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken;
Dissertation; München 1975.
- Hopt, Klaus J. / Wiedemann, Herbert (Hrsg.)** Großkommentar zum Aktiengesetz;
Kommentar; Karlsruhe 2005.
- Houben, Eike** Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle;
in: WM 2000, S. 1873 ff.
- Hüffer, Uwe / Schmidt-Assmann, Eberhard / Weber, Martin** Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs;
Monographie; München 2005.
- Ihrig, Hans-Christoph** Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht;
in: ZHR 167 (2003), S. 315 ff.
- Jensen, Michael C.** Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers;
in: American Economic Review, Papers and Proceedings 1986, S. 323 ff.
- Jensen, Michael C.** Eclipse of the Public Corporation;
in: Harvard Business Review, September-October 1989, S. 61 ff.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H.** Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure;
in: Journal of Financial Economics 1976, S. 305 ff.
- Kallmeyer, Harald** Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission;
in: ZHR 161 (1997), S. 435 ff.

- Kann, Jürgen van / Just, Clemens*** Der Regierungsentwurf zur Umsetzung der europäischen Übernahmerichtlinie;
in: DStR 2006, S. 328 ff.
- Kemper, Oliver*** Going Privates in Deutschland;
in: IMA-Arbeitsbericht 02/01, Mai 2001.
- Kemper, Oliver / Schiereck, Dirk*** Going Privates in Deutschland;
in: WISU 2/2002, S. 217 ff.
- Kessel, Annette*** Der Leveraged Buyout in den USA und der Bundesrepublik Deutschland – eine agency-theoretische Betrachtungsweise;
Dissertation; Gießen 1995.
- Kiethe, Kurt*** Abkauf von Anfechtungsrechten der Aktionäre – neuere Tendenzen rechtsmissbräuchlichen Verhaltens räuberischer Aktionäre;
in: NZG 2004, S. 489 ff.
- Kleindiek, Detlef*** Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebots nach dem WpÜG Kapitalmarktrecht – Konzernrecht – Umwandlungsrecht;
in: ZGR 2002, S. 546 ff.
- Kleppe, Martin*** Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse;
Dissertation; Köln 2002.
- Komp, Ralf*** Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG;
Dissertation; Köln 2002.
- Krämer, Lutz Robert / Theiß, Simone*** Delisting nach der Macrotron-Entscheidung des BGH;
in: AG 2003, S. 225 ff.
- Krause, Hartmut*** Die geplante Takeover-Richtlinie der Europäischen Union mit Ausblick auf das geplante deutsche Übernahmegesetz;
in: NZG 2000, S. 905 ff.

- Krause, Hartmut** Das neue Übernahmerecht;
in: NJW 2002, S. 705 ff.
- Krieger, Gerd** Aktionärsklage zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns?;
in: ZHR 1999, S. 343 ff.
- Krieger, Gerd** Squeeze-Out nach neuem Recht: Überblick und Zweifelsfragen;
in: BB 2002, S. 53 ff.
- Kropff, Bruno (Hrsg.)** Aktiengesetz;
Kommentar; Düsseldorf 1965.
- Kropff, Bruno / Semler, Johannes (Hrsg.)** Münchener Kommentar zum Aktiengesetz;
Kommentar; München 2000.
- Kruse, Tobias** Das "kalte" Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften;
Dissertation; Frankfurt/Main 2003.
- Kuhr, Hans-Peter** Der Minderheitenschutz bei Übernahmeangeboten in Deutschland und Frankreich unter dem Einfluss der 13. EG-Richtlinie;
Dissertation; Konstanz 1992.
- Labbé, Marcus / Poeschel, Oliver** Going Private – Identifying Potential Buy Out Candidates in Germany;
in: M&A Review 4/2002, S. 191 ff.
- Land, Volker / Hasselbach, Kai** „Going Private“ und „Squeeze-Out“ nach deutschen Aktien-, Börsen- und Übernahmerecht;
in: DB 2000, S. 557 ff.
- Lenz, Jürgen** Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in der Praxis der BaFin;
in: NJW 2003, S. 2073 ff.
- Lenz, Jürgen / Linke, Ulf** Die Handhabung des WpÜG in der aufsichtsrechtlichen Praxis;
in: AG 2002, S. 361 ff.

- Letzel, Hans-Joachim*** Das Pflichtangebot nach dem Übernahmekodex – mit Vorausschau auf das Pflichtangebot nach dem ÜbG;
in: NZG 2001, S. 260 ff.
- Liebscher, Thomas*** Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Lichte von Holzmüller, Macrotron und Gelatine;
in: ZGR 2005, S. 1 ff.
- Liekefett, Kai Hakoon*** Die EU-Richtlinien aus ökonomischer Perspektive;
in: RIW 2004, S. 824 ff.
- Lutter, Marcus*** Begleitaußatz zur Wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 63. Deutschen Juristentags, deren Thema die Frage ist: "Empfiehl sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären";
in: JZ 2000, S. 837 ff.
- Lutter, Marcus /
Leinekugel, Rolf*** Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmaßnahmen – zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentmachtung?;
in: ZIP 1998, S. 805 ff.
- Mai, Johannes*** Aktionärsschutz und Minderheitenschutz bei der Abwehr unkoordinierter Übernahmen börsennotierter Aktiengesellschaften;
Dissertation; Baden-Baden 2004.
- Manne, Henry G,*** Mergers and the Market for Corporate Control;
in: Journal of Political Economics 1965, S. 110 ff.
- Marsch-Barner, Reinhard
/ Schäfer, Frank A. (Hrsg.)*** Handbuch börsennotierte AG;
Monographie; Köln 2005.
- Maunz, Theodor /
Dürig, Günter (Hrsg.)*** Grundgesetz;
Kommentar; München 2003.

- Meilicke, Wienand /
Heidel, Thomas*** UMAG: „Modernisierung“ des Aktienrechts durch Beschränkung des Eigentumsschutzes der Aktionäre;
in: DB 2004, S. 1479 ff.
- Moser, Ulrich /
Prüher, Markus*** Vorteilhaftigkeit von Squeeze-outs am deutschen Markt;
in: FB 2002, S. 361 ff.
- Mühle, Sabine*** Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG im Schnittfeld zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung des ökonomischen Rahmenbezugs;
Monographie; Baden-Baden 2002.
- Mülbert, Peter O.*** Umsetzungsfragen der Übernahmerichtlinie – erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG;
in: NZG 2004, S. 633 ff.
- Mülbert, Peter O.*** Rechtsprobleme des Delisting;
in: ZHR 2001, S. 104 ff.
- Mülbert, Peter O. /
Birke, Max*** Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme;
in: WM 2001, S. 705 ff.
- Nathusius, Klaus*** Going Private als Investmentalternative;
in: BFuP 2/2003, S. 175 ff.
- Neumann, Kay-Uwe /
Siebmann, Silja*** Aktuelle Fragestellungen im aktien- und umwandlungsrechtlichen Freigabeverfahren;
in: DB 2006, S. 435 ff.
- Nietsch, Michael*** Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren;
in: BB 2003, S. 2581 ff.

- Nussbaum, Peter** Besicherung durch die Aktiva der Zielgesellschaft im Leveraged Buy Out: Eine Untersuchung über fraudulent conveyance laws und den §§ 30, 31 GmbHG;
Dissertation; München 1996.
- Opler, Tim /
Titman, Sheridan** The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs;
in: Journal of Finance 1993, Vol. 48, S. 1985 ff.
- Pfüller, Markus /
Anders, Dietmar** Delisting-Motive vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen;
in: NZG 2003, S. 459 ff.
- Pluskat, Sorika** Das Scheitern der europäischen Übernahmerrichtlinie;
in: WM 2001, S. 1937 ff.
- Pluskat, Sorika** Going Private durch reguläres Delisting;
in: WM 2002, S. 833 ff.
- Quandt, Christopher** Squeeze-out in Deutschland;
Dissertation, Freiburg 2004.
- Richard, Jörg** Going Private – der Rückzug von der Börse als Chance;
in: M&A Review 1999, S. 373 ff.
- Richard, Jörg /
Weinheimer, Stefan** Der Weg zurück: Going Private;
in: BB 1999, S. 1613 ff.
- Richard, Jörg /
Weinheimer, Stefan
(Hrsg.)** Handbuch Going Private
Monographie; Heidelberg 2002.
- Rosen, Rüdiger von /
Seifert, Werner** Die Übernahme börsennotierter Gesellschaften;
Monographie; Schriften zum Kapitalmarkt (Band 2); Eschborn 1999.
- Ruhwedel, Franca** Eigentümerstruktur und Unternehmenserfolg – eine theoretische und empirische Analyse deutscher börsennotierter Unternehmen;
Dissertation; Frankfurt/Main 2003.

- Rühland, Philipp*** Der Squeeze-Out nach dem RefE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 12.3.2001;
in: NZG 2001, S. 448 ff.
- Rühland, Philipp*** Der Ausschluss von Minderheitsaktionären aus der Aktiengesellschaft (Squeeze-Out);
Monographie; Baden-Baden 2004.
- Schäfer, Frank A.*** Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz;
Kommentar; Köln 1999.
- Scharfstein, David*** The disciplinary role of Takeovers;
in: Review of Economic Studies 1988, Vol. 55, Issue 2, S. 185 ff.
- Schiffer, Jack /
Goetz, Axel*** Umsetzung des Macrotron-Urteils: Spruchverfahren nach regulärem Delisting;
in: BB 2005, S. 453 ff.
- Schlitt, Michael*** Die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des regulären Delisting – Macrotron und die Folgen;
in: ZIP 2004, 533 ff.
- Schlitt, Michael*** Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse;
in: AG 2003, S. 57 ff.
- Schmidt, Karsten*** Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH;
in: NZG 2003, 601 ff.
- Schnorbus, York*** Rechtsschutz im Übernahmeverfahren, Teil II;
in: WM 2003, S. 657 ff.
- Schnurbein, Caspar Frhr.
v.*** Anfechtung von Squeeze-Out-Beschlüssen und Registersperre;
in: AG 2005, S. 725 ff.

- Schüppen, Matthias** WpÜG-Reform: Alles Europa, oder was?;
in: BB 2006, S. 165 ff.
- Schütz, Carsten** Neuerungen im Anfechtungsrecht durch den Referentenentwurf des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG);
in: DB 2004, S. 419 ff.
- Schuster, Leo /
Widmer, Alex W. (Hrsg.)** Wege aus der Banken und Börsenkrise;
Monographie; Berlin Heidelberg 2004.
- Schwark, Eberhard** Kapitalmarktrecht;
Kommentar; 3. Auflage, München 2004.
- Schwark, Eberhard /
Geiser, Frank** Delisting;
in: ZHR 1997, S. 739 ff.
- v. Schwichtenberg, Jörg** Going Private und Squeezeouts in Deutschland;
in: DStR 2001, S. 2075 ff.
- Seibt, Christoph** Rechtsschutz im Übernahmerecht;
in: ZIP 2003, S. 1865 ff.
- Seibt, Christoph /
Heiser, Kristian** Analyse der EU-Übernahmerrichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts;
in: ZGR 2005, S. 200 ff.
- Seibt, Christoph /
Heiser, Kristian** Analyse des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf);
in: AG 2006, S. 301 ff.
- Seiffert, Marc** Going Private und Anlegerschutz nach der Macrotron- Entscheidung des BGH;
Dissertation 2005, Universität Tübingen.
- Semler, Johannes /
Stengel, Arndt** Umwandlungsgesetz;
Kommentar; München 2003.

- Semler, Johannes /
Volhard, Rüdiger*** Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen;
Monographie; München 2001 (Band 1) und 2003
(Band 2).
- Siemes, Marc*** Going Private unter Beteiligung von Finanzin-
vestoren in Deutschland;
Dissertation; Wiesbaden 2003.
- Simon, Björn*** Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot
nach § 35 WpÜG;
Dissertation; Heidelberg 2005.
- Smerdon, Richard /
Morse, Geoffrey*** Palmer's Company Law Manual;
Monographie; London 2000.
- Smith, Abbie J.*** Corporate Ownership Structure and Performance:
The Case of Management Buyouts;
in: Journal of Financial Economics 1990, S. 143
ff.
- Steck, Kai-Uwe*** „Going Private“ über das UmwG – Das Gesell-
schaftsrecht des „Kalten Delistings“;
in: AG 1998, S. 460 ff.
- Steinmeyer, Robert /
Häger, Michael (Hrsg.)*** WpÜG – Kommentar zum Wertpapiererwerbs-
und Übernahmegesetz;
Kommentar; Berlin 2002.
- Streit, Georg*** Anmerkung von Georg Streit;
in: ZIP 2003, S. 392 ff.
- Streit, Georg*** Delisting light – Die Problematik der Vereinfachung
des freiwilligen Rückzugs von der Frank-
furter Wertpapierbörse;
in: ZIP 2002, S. 1279 ff.
- Süßmann, Rainer*** Anwendungsprobleme des WpÜG;
in: WM 2003, S. 1453 ff.
- Then Bergh, Friedrich*** Leveraged Management Buyout: Konzept und
agency-theoretische Analyse;
Dissertation; Wiesbaden 1998.

- Thoma, Georg** Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz im Überblick;
in: NZG 2002, S. 105 ff.
- Tiefenbacher, Christoph / Turwitt, Mathias** Das Buy-Out-Pradoxon: attraktive Renditen trotz „teurer“ Investments in gering wachsende Unternehmen;
in: M&A Review 1999, S. 309 ff.
- Tretzmüller-Szauer, Christine** Squeeze-out-Regelungen im Entwurf zum Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz;
in: AG-Report 2006, R 83 ff.
- Verse, Dirk** Zum zivilrechtlichen Rechtsschutz bei Verstößen gegen die Preisbestimmungen des WpÜG;
in: ZIP 2004, S. 199 ff.
- Vetter, Eberhard** Squeeze-Out in Deutschland;
in: ZIP 2000, S. 1817 ff.
- Vries, Kolja de** Delisting – Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht, Umwandlungsrecht;
Dissertation; Köln 2002.
- Weber, Martin** Kursmanipulation am Wertpapiermarkt;
in: NZG 2000, S. 113 ff.
- Weiss, Mario** Der Ausschluss von Minderheitsaktionären;
Dissertation; Konstanz 2003.
- Weinberg, Mark A. / Blank, Maurice V. / Greystoke, A. L. / Dick, John O.** Weinberg and Blank on take-overs and mergers;
Monographie; London 1998.
- Wenger, Eckehard / Kaserer, Christoph / Hecker, Renate** Konzernbildung und Ausschluss von Minderheiten im neuen Übernahmerecht: eine verpasste Chance für einen marktorientierten Minderheitenschutz;
in: ZBB 2001, S. 317 ff.

- Wilsing, Hans-Ulrich /
Kruse, Tobias*** Börsenrechtliches Delisting nach Macrotron – Anmerkung zur Entscheidung des BGH vom 25.11.2002;
in: WM 2003, 1110 ff.
- Winter, Martin /
Harbarth, Stephan*** Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG;
in: ZIP 2002. S. 111 ff.
- Wirth, Gerhard /
Arnold, Michael*** Anlegerschutz beim Delisting von Aktiengesellschaften;
in: ZIP 2000. S. 111 ff.
- Witt, Carl-Heinz*** Regelmäßige „Wasserstandsmeldungen“ – unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes;
in: NZG 2000. S. 809 ff.
- Wittgens, Jonas*** Das Spruchverfahrensgesetz;
Dissertation; Berlin 2005.
- Zillmer, Peter*** Public to Private Transaktionen in Deutschland - eine empirische Analyse öffentlicher Übernahmeangebote;
in: FB 2002, S. 490 ff.
- Zöllner, Wolfgang (Hrsg.)*** Kölner Kommentar zum Aktiengesetz;
Kommentar; München 1988.

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.F.	alte Fassung
Abs.	Absatz
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Angebots-VO	Angebots-Verordnung
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BFUP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
DStR	Deutsches Steuerrecht
etc.	et cetera
FB	Finanz-Betrieb
f./ff.	folgende(r)/fortfolgende
FR	Finanz-Rundschau
FS	Festschrift
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
ggf.	gegebenenfalls
GG	Grundgesetz
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung

HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
JZ	Juristenzeitung
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KWG	Kreditwesengesetz
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Reg.-Begr.	Regierungsbegründung
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
S.	Seite
Sec.	Section
sog.	so genannte(r)
str.	streitig
u.a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
u.U.	unter Umständen
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z.B.	zum Beispiel
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

Einleitung

I. Problemstellung und Zielsetzung

Während noch vor wenigen Jahren neue Firmen, insbesondere aus Wachstumsbranchen, an die Börse strömten, lassen insbesondere Schlagzeilen wie „The case for Going Private“¹, „Der Markt für Public-to-Private Transaktionen steht vor einem Boom“², „Jenseits der Börse fängt die Zukunft an“³ und „Going Privates werden in Zukunft ebenso selbstverständlich wie Börsengänge sein“⁴ einen Trendwechsel erkennen; immer mehr Unternehmen – so auch renommierte Gesellschaften wie Rolf Benz, Gardena, Friedrich Grohe, Salamander AG, der Luxuskonzern Aigner⁵, zuletzt die Degussa AG⁶ sowie voraussichtlich noch in diesem Jahr die Celanese AG⁷ – wählen den Weg des freiwilligen Rückzugs von der Börse. Im Jahr 2003 war der absolute Rekord von 19⁸ Going Privates in Deutschland zu verzeichnen, als deren Auslöser in jüngster Zeit verstärkt Finanzinvestoren wahrgenommen werden.⁹

Die Gründe für Going Private Transaktionen sind vielfältig: Sie liegen zum einen in der Entwicklung des Unternehmens selbst. Während die Entscheidung zu einem Börsengang zu einem bestimmten Zeitpunkt unter bestimmten Rahmenbedingungen und Parametern als vorteilhaft erachtet wurde, hat sich im Laufe der Jahre insbesondere für kleinere Small- und Mid-Cap Unternehmen mit einer Kapitalisierung von weniger als €1 Mrd. herausgestellt, dass die Börsennotierung nicht eine allen

¹ The Economist, 25.01.2003 (o.Verf.).

² Capital 22/2000, S. 366 (Verf.: Kern, Geschäftsführer 3i Group).

³ Financial Times Deutschland, 17.01.2002 (Verf.: Prellberg).

⁴ Venture-Capital Magazin, 04/2004, S. 110 (Verf.: Blättchen/Götz).

⁵ Financial Times Deutschland, 26.05.2004 (Verf.: Hegmann).

⁶ Börsen-Zeitung, 29.05.2006 (o.Verf.).

⁷ Börsen-Zeitung, 23.05.2006 (Verf.: Olsen).

⁸ Hierin nicht enthalten sind Going Privates aufgrund von Insolvenzen oder nicht ökonomisch motivierten Entscheidungen.

⁹ So wurden 42% der Going Privates im Jahr 2003 von Finanzinvestoren initiiert; vgl. Eisele/Götz/Walter, FB 2003, S. 839 (840) (849); Kemper, Going Privates in Deutschland, S. 1.

Bedürfnissen und Problemstellungen gerecht werdende Option darstellt. Diese Unternehmen sehen sich aufgrund geringem Handelsvolumen, kleinem Free-Float, sinkendem Anlegerinteresse sowie chronischer Unterbewertung häufig einer unsicheren langfristigen Entwicklung ihrer Aktie gegenüber. Wenn aufgrund dieser Entwicklung die Fähigkeit, zusätzliches Kapital über die Aktienmärkte aufzunehmen, sinkt, erscheint es gerade für kleinere Unternehmen sinnvoll, über eine Revision der strategischen Entscheidung eines Börsengangs nachzudenken.¹⁰

Zum anderen liegen die Gründe für vermehrt auftretende Going Private Transaktionen in der Entwicklung des Marktes: so zwingen beispielsweise die anhaltenden Diskussionen über Corporate Governance und Shareholder Value das Management börsennotierter Gesellschaften dazu, Geschäftsstrategien zu betreiben, die sich vornehmlich an den Interessen der Aktionäre orientieren. Ferner mussten die Unternehmen in den vergangenen Jahren große Kursverluste hinnehmen. Darüber hinaus steigen die zu investierenden Summen an Finanzmitteln aufgrund einer zunehmenden Anzahl von auch in Deutschland aktiven Finanzinvestoren¹¹, die nach einer Überhitzung des amerikanischen und britischen Buy-Out Marktes in Form von steigenden Preisen und knapper werdenden Transaktionsmöglichkeiten nach attraktiven Buy-Out Möglichkeiten in Deutschland suchen. Von dieser Entwicklung können wiederum börsenrückzugswillige Unternehmen profitieren, für die die Investition eines Finanzinvestors eine interessante Alternative zu der Notierung am Aktienmarkt darstellen kann.

Ein weiterer Grund für einen Anstieg der Going Private Aktivitäten ist in der Veränderung der Gesetzeslage zu finden. Insbesondere die im Zuge der Einführung des WpÜG geschaffene Möglichkeit des Ausschlusses von Minderheitsaktionären gegen angemessene Abfindung eröffnet Finanzinvestoren neue Wege: unter Einhaltung der Maßgaben der §§ 327a ff. AktG kann sich seither ein Mehrheitsaktionär relativ unproblematisch unangenehmer Minderheitsaktionäre entledigen und somit das Zielunternehmen nach seinen Vorstellungen neu strukturieren. Gelingt es

¹⁰ So auch *Siemes*, Going Private unter Beteiligung von Finanzinvestoren in Deutschland, S. 1.

dem Investor nach Abschluss des öffentlichen Übernahmeverfahrens nicht, die zum Herausdrängen der Minderheitsaktionäre berechtigende Mehrheit zu erlangen, stehen ihm nach wie vor die „altbewährten“ Methoden des kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Delistings zur Verfügung. Es ist daher zu erwarten, dass sich sowohl zunehmend mehr Finanzinvestoren, aber auch mehr Unternehmen selbst mit dem Gedanken eines Going Private beschäftigen werden.

Going Private Transaktionen bringen jedoch nicht für alle Parteien Vorteile mit sich. So kommt insbesondere dem Interessengegensatz zwischen dem die vollständige Kontrolle anstrebenden Finanzinvestor und den außenstehenden Aktionären besondere Bedeutung zu. Während der Finanzinvestor daran interessiert ist, die Zielgesellschaft zu einem möglichst günstigen Preis zu übernehmen, möchte der Minderheitsaktionär seine Anteile möglichst gewinnbringend und zu einem möglichst hohen Preis veräußern – oder gar seine Anteile ganz behalten. So lassen sich im Laufe einer solchen Going Private Transaktion insbesondere drei Sachverhalte identifizieren, aus denen sich die Interessenskonflikte zwischen dem Finanzinvestor als künftigem Großaktionär und den Streubesitzaktionären vorrangig ergeben können: (1) der Erwerb der Kontrollmehrheit an der Zielgesellschaft durch den Finanzinvestor im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebots, (2) ein Going Private der Zielgesellschaft durch Beendigung der Börsennotierung, sowie (3) ein zwangsweiser Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der Zielgesellschaft durch den Finanzinvestor.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht kommt es bei allen drei Sachverhalten darauf an, die Charakteristika effizienter und institutioneller Regelungen eines Marktes hinsichtlich der Unternehmenskontrolle¹² genau zu erfassen:¹³

Einerseits kommt der Frage, welchen Gefahren ein Minderheitsaktionär aufgrund seiner Beteiligung ausgesetzt ist und welche Regelungen zu seinem Schutz beste-

¹¹ Finanzinvestoren sind neben klassischen Private Equity-Investoren auch Venture-Capital Gesellschaften sowie sonstige Beteiligungsgesellschaften.

¹² Hierzu ausführlich *Höpner/Jackson*, *Leviathan* 29 (2001), 4, S. 544 (546 f.).

¹³ *Wenger/Kaserer/Hecker*, *ZBB* 2001, S. 317 (318).

hen, aus Sicht der Anleger eine besondere Bedeutung zu. Erachtet der Minderheitsaktionär die seinem Schutz dienenden Vorschriften als nicht ausreichend, so wird sowohl seine Bereitschaft, in Aktien zu investieren, als auch der Preis, den er für den Erwerb von Aktien zu zahlen bereit ist, sinken. Dies hat zur Folge, dass das Emissionsvolumen, welches für die Gesellschaft am Kapitalmarkt realisiert werden kann, sinkt und somit ein rentables Investitionsprojekt über die Börse möglicherweise nicht finanzierbar ist. Dies führt zu Investitionsproblemen, wenn der Kapitalmarkt für ein riskantes Investitionsvorhaben zu Finanzierungszwecken in Anspruch genommen werden soll, da eine Finanzierung auf andere Weise nicht zu verwirklichen ist. Gewährleisten also die Regelungen zum Verfahren einer Going Private Transaktion – d.h. die Vorschriften zum öffentlichen Übernahmeverfahren, die Regelungen zu einem Delisting und die Bestimmungen zur Durchführung eines Squeeze-Outs – keinen ausreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre, wird im Ergebnis die Finanzierungskraft des Kapitalmarktes sinken.¹⁴

Andererseits kann es unter rechtlichen Rahmenbedingungen, die den Schutz der Minderheitsaktionäre zu stark in den Vordergrund stellen, vorkommen, dass Going Private Transaktionen verhindert werden, obwohl diese ökonomisch wünschenswert wären.¹⁵ Regelungen zur Durchführung einer Going Private Transaktion sollten es daher Investoren möglichst leicht machen, am Aktienmarkt so viele Anteile zu erwerben, wie sie zur Änderung der Mehrheitsverhältnisse in der Hauptversammlung erforderlich sind, um im Anschluss daran die erforderlichen Strukturmaßnahmen durchzuführen. Nur dann werden fallende Aktienkurse aufgrund nicht eintretender Unternehmenserfolge dazu führen, dass ein Anreiz für Investoren ge-

¹⁴ Hecker, Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht, S. 540 ff. (567 ff.).

¹⁵ So kann man aus Gesprächen mit Beteiligungsgesellschaften und Private Equity-Investoren erfahren, dass diese seit Inkrafttreten des WpÜG bereits häufig von Investitionen in börsennotierte Gesellschaften abgesehen haben: einen Turn-Around bei der Gesellschaft ist ausschließlich dann zu schaffen, wenn der Finanzinvestor die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt. In diesem Fall wird allerdings eine Verpflichtung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots ausgelöst, so dass die Transaktion sehr teuer werden kann. Dies bedeutet nämlich häufig, dass nicht nur 50,1%, sondern möglicherweise bis zu 100% der Gesellschaftsanteile übernommen werden muss. Besitzt die Zielgesellschaft darüber hinaus börsennotierte Tochtergesellschaften, so ist auch den Minderheitsaktionären dieser Gesellschaften ein Übernahmeangebot zu unterbreiten (§ 30 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG). Dies verteuert die Transaktion abermals erheblich.

schaffen wird, das Zielunternehmen zu übernehmen und durch Einsatz eines besseren Managements und eine Änderung der Geschäftspolitik die Unterbewertung der Zielgesellschaft zu ihren Gunsten zu korrigieren.¹⁶ Jede gesetzliche Regelung oder gerichtliche Auslegung, die diese Anreize aufgrund eines zu starken Minderheitenschutzes abschwächen und damit den zu erzielenden Gewinn des Finanzinvestors zu sehr schmälern, ist dazu geeignet, wertsteigernde Transaktionen zu verhindern, die Effizienz des Kapitalmarktes zu reduzieren und dadurch insbesondere den Markt für Unternehmenskontrolle zu lähmen.

In vorliegender Arbeit soll daher untersucht werden, ob die von Gesetzgeber und Rechtsprechung geschaffenen Regelungen hinsichtlich Übernahmeverfahren, Delisting und Squeeze-Out in ihrer Gesamtwirkung dazu dienen, Minderheiten an den ökonomischen Vorteilen einer Unternehmensübernahme durch einen Finanzinvestor hinreichend partizipieren zu lassen und sie im Falle einer Going Private Transaktion hinreichend zu schützen, ohne gleichzeitig ökonomisch wünschenswerte Unternehmensübernahmen und Restrukturierungen durch externe Finanzinvestoren zu verhindern. Nur dann sind die bestehenden Regelungen dazu geeignet, die Finanzkraft des Kapitalmarktes durch Unterstützung und Förderung der Investitionen durch Finanzinvestoren nachhaltig zu stärken, und können damit unter dem Aspekt der Kapitalmarkteffizienz sinnvoll sein.

II. Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit ist in drei Teile eingeteilt. Nach der Einleitung werden in dem ersten Teil die Grundlagen für die weitere Untersuchung gelegt. In Kapitel 1-A wird zunächst erläutert, was unter einem Going Private zu verstehen ist, während in Kapitel 1-B dargelegt wird, welche Gründe es für eine Going Private Transaktion geben kann. Kapitel 1-C gibt sodann einen ersten Überblick über den rechtlichen Regelungsrahmen einer Going Private Transaktion.

¹⁶ Vgl. *Mühle*, Das WpÜG im Schnittpunkt zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung des ökonomischen Rahmenbezugs, S. 116.

In dem zweiten Teil erfolgt eine Analyse der Interessen der Beteiligten. Die Interessen und Ziele des Finanzinvestors im Rahmen einer Going Private Transaktion sowie deren gesamtwirtschaftliche Legitimation werden in Kapitel 2-A untersucht. Hierbei steht insbesondere die Frage im Mittelpunkt, ob die Durchführung einer Going Private Transaktion positive Implikationen für den deutschen Kapitalmarkt und den Markt für Unternehmenskontrolle hat und somit geeignet ist, eine gesamtwirtschaftliche Effizienzsteigerung herbeizuführen. In Kapitel 2-B werden sodann die den Interessen der Finanzinvestoren entgegenstehenden Interessen der Minderheitsaktionäre im Rahmen einer Going Private Transaktion dargestellt. Kapitel 2-C stellt letztlich das hieraus abzuleitende Spannungsfeld zwischen dem gesamtwirtschaftlichen Nutzen einer Going Private Transaktion und dem zu beachtenden Minderheitenschutz dar.

Der dritte Teil stellt das Going Private Verfahren aus Sicht eines Finanzinvestors dar und untersucht dabei die gesetzlichen Regelungen auf ihre Kapitalmarkteffizienz. Kapitel 3-A widmet sich den Schritten, die ein Finanzinvestor im Vorfeld einer Going Private Transaktion unternimmt. So wird insbesondere untersucht, welche Kriterien bei der Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen entscheidend sind und wie die Transaktion finanziert werden kann, um dem Finanzinvestor eine maximale Wertschöpfung zu ermöglichen.

Im Anschluss daran widmet sich Kapitel 3-B dem Übernahmeverfahren nach dem WpÜG, welches im Falle der Kontrollerlangung durch den Finanzinvestor an einer börsennotierten Gesellschaft durchzuführen ist. Hierbei werden zunächst die wesentlichen Regelungen des Gesetzes und der Ablauf eines Übernahmeangebots dargestellt. Sodann folgt eine Untersuchung derjenigen Vorschriften, die dem Schutz der Minderheiten dienen. Darauf aufbauend soll die Frage beantwortet werden, ob der Gesetzgeber bei Erlass des WpÜG den Minderheitenschutz so stark in den Vordergrund gestellt hat, dass die Regelungen im Ergebnis zur Vereitelung einer aus ökonomischen Gesichtspunkten wünschenswerten Unternehmensübernahme führt, weil ein Finanzinvestor seine wirtschaftlichen Ziele nicht zu erreichen in der Lage ist. Hierbei wird auch der Versuch unternommen, Wege aufzu-

zeigen, die es einem Finanzinvestor ermöglichen, durch geschickte Strukturierung und Gestaltung der Transaktion die Nachteile, die dem Minderheitenschutz dienenden Vorschriften des WpÜG für den Finanzinvestor mit sich bringen, zu minimieren oder gar ganz zu umgehen.

Kapitel 3-C befasst sich mit den im Anschluss an ein Übernahmeverfahren grundsätzlich zur Verfügung stehenden Techniken eines Going Private. Ebenso wie in Kapitel 3-B werden auch hier zunächst die Rahmenbedingungen der einzelnen Going Private Techniken dargestellt, während sodann die Frage untersucht werden soll, welche Auswirkung der im Rahmen dieser Techniken verankerte Schutz der Minderheiten auf die Verwirklichung der Going Private-Ziele eines Finanzinvestors hat.

Am Ende fasst Kapitel 3-D die wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung zusammen und zeigt auf, inwieweit gesetzgeberischer Handlungsbedarf besteht, um den Widerstreit zwischen den gesamtwirtschaftlich begrüßenswerten Going Private Transaktionen durch einen Finanzinvestor und den gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre zu entschärfen. Sodann schließt die Arbeit mit einem Ausblick und einer Zusammenfassung der dieser Arbeit zugrunde liegenden Thesen ab.

Teil 1: Grundlagen

A. Begriff und Erscheinungsformen des Delisting und des Going Private

Obwohl es sich bei Börsenrückzügen nicht um eine neue Erscheinung handelt, findet sich für den Begriff des „Delisting“ weder im Gesetz noch in der Literatur eine einheitliche Definition.¹⁷ Hinzu kommt, dass eine Differenzierung zwischen den Begriffen „Delisting“ und „Going Private“ oftmals nicht stattfindet, sondern beide Bezeichnungen im Zusammenhang mit einem Börsenrückzug häufig synonym verwendet werden. Zu beachten ist jedoch, dass beide Vorgänge nicht immer den gleichen Inhalt haben müssen. Vielmehr ist der Rückzug von der Börse auf verschiedene Arten möglich. Im Folgenden sollen zunächst die Begriffe Delisting und Going Private definiert werden. Sodann werden die unterschiedlichen Erscheinungsformen eines Delisting dargestellt.

I. Begriff des Delisting und des Going Private

Grundsätzlich bezeichnet der Begriff des Delisting die Beendigung der Zulassung von zum Börsenhandel zugelassenen Wertpapieren.¹⁸ Eine solche Beendigung der Börsenzulassung stellt den „actus contrarius“ zu dem Listing eines Unternehmens dar, der Zulassung zum Börsenhandel gemäß § 30 BörsG,¹⁹ die Anknüpfungspunkt für die weit reichenden kapitalmarktrechtlichen Publikations-, Mitteilungs- und Mitwirkungspflichten²⁰ ist.²¹ Deren Wegfall durch Beendigung der Zulassung ist prägendes Merkmal des Delisting.

¹⁷ *de Vries*, Delisting – Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht, Umwandlungsrecht, S. 5 f. zur begrifflichen Abgrenzung; *Even/Vera*, DStR 2002, S. 1315 (1315).

¹⁸ *Groß*, ZHR 2001, S. 141 (145); so wohl auch *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, S. 111 (111 f.).

¹⁹ Bei Zulassung zum Amtlichen Markt, bzw. § 49 i.V.m. § 30 BörsG bei Zulassung zum geregelten Markt.

²⁰ Siehe hierzu unten Teil 1.B.I.4.

Eine derartige Beendigung der Börsenzulassung kann in unterschiedlichem Umfang erfolgen: zum einen kann die Zulassung der Aktien zum Börsenhandel gänzlich beendet werden, was zu einem vollumfänglichen Rückzug von sämtlichen Börsen und Börsensegmenten²² führt. Zum anderen kann sich ein Delisting auf eine Börsenpräsenzreduktion durch bloßen Rückzug von einzelnen Börsen oder durch künftige Notierung in einem niedrigeren Börsensegment beschränken. Entsprechend lassen sich die folgenden Arten eines Delisting unterscheiden:²³

1. Teil-Delisting

Aufgrund des dezentralen Börsenwesens sind eine Vielzahl von Aktiengesellschaften an verschiedenen Börsenplätzen notiert. Eine derartige Mehrfachnotierung muss für das Unternehmen insbesondere aufgrund des wünschenswerten Gleichlaufs des Börsenkurses und des inneren Wertes der Aktie nicht immer vorteilhaft sein. Vielmehr kann es sich für ein Unternehmen auszahlen, einen Teilrückzug von der Börse mit dem Ziel vorzunehmen, eine Mehrfachnotierung auf wenige Börsenplätze zu reduzieren oder im Extremfall nur noch an einer Börse notiert zu sein.²⁴ Der Begriff des Teil-Delisting umfasst demnach die Beendigung der amtlichen Notierung an einer oder mehreren Börsenplätzen unter Beibehaltung zumindest einer inländischen oder ausländischen amtlichen Börsenzulassung.²⁵ Dies erfolgt zum einen dergestalt, dass ein Unternehmen seine amtliche Notierung an einer oder mehreren inländischen Regionalbörsen unter Beibehaltung mehrerer oder auch nur einer amtlichen Zulassung an einer anderen inländischen Börse beendet.

²¹ In der Literatur wird der Begriff des Delisting mitunter mit einer Beendigung der Börsennotierung definiert (vgl. z.B. *Schwark/Geiser*, ZHR 1997, S. 739 (739)). Dies ist jedoch ungenau, da die Begriffe Börsennotierung und Börsenzulassung voneinander zu trennen sind. Vielmehr ist die Zulassung zum Börsenhandel notwendige Voraussetzung für eine Notierung der Wertpapiere. Entfällt die Zulassung, so entfällt auch die Börsennotierung. Umgekehrt ist jedoch eine Zulassung ohne Notierung möglich; vgl. *Henze*, Delisting – Kapitalmarktrechtliche und gesellschaftsrechtliche Aspekte des Widerrufs der Börsenzulassung, S. 23.

²² Unter Börsensegment sollen im Folgenden die der Amtliche Markt, der Regelter Markt und der Freiverkehr verstanden sein.

²³ Vgl. *Zillmer*, FB 2002, S. 490 (494 f.) zu statistischen Angaben zu den verschiedenen Arten eines Delisting im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten.

²⁴ *Grupp*, Börseneintritt und Börsenaustritt – individuelle und institutionelle Interessen, S. 101.

²⁵ *Heine*, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting, S. 7; *Grupp*, S. 101; *Schwark/Geiser*, ZHR 1997, S. 739 (743).

Zum anderen kann ein Teil-Delisting jedoch auch insgesamt durch Rückzug eines Unternehmens von dem deutschen Börsenmarktplatz erfolgen, während ein Listing an einer oder mehreren ausländischen Börsen aufrechterhalten bleibt.²⁶

2. Börsensegmentwechsel

Abzugrenzen von einem Teil-Delisting sind die Sachverhalte, in denen ein Unternehmen seine Notierung in einem bestimmten Börsensegment beendet und fortan nur noch in einem niedrigeren deutschen Börsensegment gehandelt wird. Ein derartiger Börsensegmentwechsel findet insbesondere durch einen Wechsel von einem anspruchsvolleren Handelssegment in ein Handelssegment mit geringeren Anforderungen und Folgepflichten statt. Derartige Vorgänge waren in der Vergangenheit häufig nach einer Beendigung der Notierung im Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) bei gleichzeitiger Notierungsaufnahme im Geregelten Markt zu beobachten.

Seit der Änderung der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse im Januar 2003, durch die die börsengesetzlichen Mindestpflichten des Amtlichen und des Geregelten Marktes im General Standard zusammengefasst wurden und mit dem Prime Standard ein Handelssegment mit höheren Zulassungsfolgepflichten geschaffen wurde,²⁷ ist eine weitere Art eines Segmentwechsels denkbar: der Segmentwechsel als Herabstufung vom Prime Standard in den General Standard, wenn ein Unternehmen die höheren Anforderungen und Zulassungsfolgepflichten des Prime Standards nicht mehr erfüllen kann oder will. Eine derartige Herabstufung erfolgt auf Antrag nach § 67 Abs. 1 BörsO FWB für den Amtlichen Markt bzw. nach § 82 BörsO FWB, sofern der Notierung eine Zulassung zum Geregelten Markt zugrunde liegt. Danach unterliegt der Segmentwechsel zwar keinen besonderen Voraussetzungen; er wird jedoch erst drei Monate nach seiner Veröffentlichung wirksam.²⁸

²⁶ Henze, S. 27.

²⁷ Vgl. hierzu näher Schlitt, AG 2003, S. 57 ff.

²⁸ Demgegenüber richtet sich eine Herabstufung von Amts wegen nach § 67 Abs. 2 BörsO FWB, der auf die Vorschriften zu einem vollständigen Delisting verweist.

Kein Fall des Börsensegmentwechsels liegt jedoch vor, wenn die betroffenen Wertpapiere nach Beendigung der Börsenzulassung im Freiverkehr weitergehandelt werden.²⁹ Grund hierfür ist, dass bereits die Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr nicht auf Antrag des betroffenen Unternehmens selbst, sondern auf Initiative eines an der betreffenden Börse zugelassenen Wertpapierhändlers erfolgt.³⁰ Die Freiverkehrs-Einbeziehung erfordert daher keine Mitwirkung des Emittenten und ist sogar gegen dessen Willen möglich.³¹ Der Emittent ist lediglich über die Handelsaktivitäten der Wertpapierhändler zu unterrichten.

3. Umfassendes Delisting als Going Private

Von einem umfassenden Delisting spricht man demgegenüber, wenn ein Unternehmen einen planmäßigen, vollständigen Rückzug von sämtlichen inländischen und ausländischen Börsen vollzieht. In diesem Fall wird die Gesellschaft nach Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten (§ 38 Abs. 4 BörsG) von einer börsennotierten, an den öffentlichen Aktienmärkten gehandelten Gesellschaft³² (Public Company) in eine private, nicht börsennotierte Gesellschaft (Private Company) transformiert.³³ Wird im Zuge dieser Transformation das Unternehmen darüber hinaus von einer Publikumsgesellschaft mit vielen Aktionären in eine von einem geschlossenen Personenkreis geleitete Gesellschaft mit nur wenigen Gesellschaftern oder gar nur einem Gesellschafter zurückgeführt – was im Falle eines vollständigen Delisting in der Praxis regelmäßig der Fall ist – so spricht man von einem „Going Private“.³⁴

²⁹ Schwark/Geiser, ZHR 1997, S. 739 (744).

³⁰ Siehe z.B. § 3 der Richtlinien für den Freiverkehr der FWB; Ledermann, in Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, Verkaufsprospektgesetz, Vor § 71 BörsG Rn. 4.

³¹ Vgl. § 4 der Richtlinien für den Freiverkehr der FWB.

³² Hierbei handelt es sich in der Regel um Aktiengesellschaften. Ebenso kann jedoch eine gelistete KGaA oder eine GmbH & KGaA (diese Rechtsform ist zulässig seit einem Beschluss des BGH vom 24.02.1997 = BGHZ 134, S. 392) von der Börse genommen werden.

³³ Pfüller/Anders, NZG 2003, S. 459 (459); Pluskat, WM 2002, S. 833 (833); Land/Hasselbach, DB 2000, S. 557 (557); Wirth/Arnold, ZIP 2000, S. 111 (111); Pötzsch, in Cramer, Knapps Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens, S. 346 (346); Schwark/Geiser, ZHR 1997, S. 739 (739).

³⁴ Kleppe, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, S. 3.

Dies zeigt, dass die Begriffe „Delisting“ und „Going Private“ nicht zwingend deckungsgleich sind. Während das Delisting lediglich die Beendigung der Börsenzulassung bezeichnet, ist ein Going Private in der Regel durch drei Punkte gekennzeichnet: (1) die Börsennotiz wird an jedem Handelsplatz, an dem die Gesellschaft bisher notiert war, eingestellt; (2) die Gesellschaft hat von diesem Zeitpunkt an einen geschlossenen Gesellschafterkreis; (3) die Gesellschaft bzw. die Gesellschafter initiieren den Rückzug von der Börse selbst.

Demnach fällt die bloße Aussetzung oder Einstellung der Notierung der Aktien, die dann erfolgt, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel zeitweilig gefährdet bzw. nicht mehr gewährleistet erscheint oder wenn eine Aussetzung bzw. Einstellung zum Schutz der Anleger geboten erscheint, nicht unter den Begriff des Going Private.³⁵ Gleiches gilt für die Fälle eines von Amts wegen durchgeführten zwangsweisen Delistings.³⁶ Ebenfalls nicht als Going Private gilt die Beendigung des Handels im Freiverkehr. Grund hierfür ist, dass – wie bereits erwähnt³⁷ – die Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr nicht auf Antrag des betroffenen Unternehmens selbst erfolgt. Entsprechend erfolgt der Widerruf der Einbeziehung in den Freiverkehr ebenfalls nicht auf Antrag oder unter Mitwirkung des Emittenten, sondern von Amts wegen. Diese Art des Börsenhandels genießt daher per se einen geringeren Bestandsschutz.³⁸

Ziel eines auf Antrag des Emittenten durchgeführten Going Private ist somit, dass künftig überhaupt keine Aktien des Unternehmens mehr an irgendeinem Finanzplatz gehandelt werden und daher ein oder mehrere Gesellschafter in der Lage sind, die Gesellschaft ohne Rücksichtnahme auf Minderheitsaktionäre zu leiten.

³⁵ Eine solche Aussetzung/Einstellung des Börsenhandels erfolgt von Amts wegen gem. § 38 Abs. 1 BörsG (ggf. über § 53 Abs. 2 BörsG) i.V.m. den Regelungen der regionalen Börsenordnungen, z.B. § 25 BörsO FWB; siehe hierzu auch unten Teil 1.A.II.1.

³⁶ *Beck/Stinn*, FB 2002, S. 653 (653); siehe unten Teil 1.A.II.1.

³⁷ Siehe oben Teil 1.A.I.2.

³⁸ *Pfüller/Anders*, NZG 2003, S. 459 (460); *Mülbert*, ZHR 2001, S. 104 (107 f.); v. *Schenk*, in *Semler/Volhard*, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, § 24 Rn. 54 ff.

Bei einem Going Private spricht man daher auch von der umfassendsten Form des Delisting.³⁹

II. Erscheinungsformen des Delisting

Der Durchführung eines Delisting können vielfältige rechtliche Vorgänge zugrunde liegen. Gemäß den Regelungen des § 38 BörsG ist hierbei insbesondere zwischen einem Delisting von Amts wegen und einem Delisting auf Antrag des Emittenten zu unterscheiden.

1. Delisting von Amts wegen

§ 38 Abs. 3 BörsG nennt die Voraussetzungen, unter denen die Börsenzulassungsstelle die Börsenzulassung für Wertpapiere eines Unternehmens widerrufen kann. Ein derartiger Widerruf ist namentlich in drei Fällen möglich: (1) Widerruf der durch begünstigenden Verwaltungsakt erteilten Börsenzulassung nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes⁴⁰ (§ 38 Abs. 3 Alt. 1 BörsG), (2) Widerruf unter den Voraussetzungen des § 43 Abs. 2 BörsG,⁴¹ in Fällen in denen der Emittent die ihm aus seiner Zulassung obliegenden Folgepflichten auch nach Ablauf einer ihm gesetzten Frist nicht erfüllt (§ 38 Abs. 3 Alt. 2 BörsG), sowie (3) Widerruf in den Fällen, in denen ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und zuvor die amtliche Notierung unter den Voraussetzungen des § 38 Abs. 1 Nr. 2 BörsG eingestellt wurde (§ 38 Abs. 3 Alt. 3 BörsG).

Ein derartiges Delisting von Amts wegen stellt – wie bereits dargestellt – kein Going Private dar. Ein näheres Eingehen auf derartige Fallgestaltungen ist im Rahmen der vorliegenden Arbeit daher nicht geboten.

³⁹ Wirth/Arnold, ZIP 2000, S. 111 (112).

⁴⁰ Dies erfolgt in der Regel unter den Voraussetzungen des § 49 Abs. 2 VwVfG; ist der Zulassungs-VA ausnahmsweise rechtswidrig, erfolgt der Widerruf der Zulassung nach den Regelungen des § 48 VwVfG.

⁴¹ I.V.m. den Regelungen der regionalen Börsenordnungen, z.B. § 57 (bzw. § 73) BörsO FWB; im Falle eines Widerrufs der Zulassung zum geregelten Markt über § 53 Abs. 2 BörsG.

2. Delisting auf Antrag des Emittenten

Von dem von Amts wegen erfolgenden Delisting zu unterscheiden ist eine Beendigung der Börsenzulassung, welche auf Antrag des Emittenten erfolgt und die Grundlage jeder Going Private Transaktion ist. Zur Durchführung eines derartigen Delisting stehen dem Emittenten drei rechtlich zu differenzierende Verfahren zur Verfügung: (1) Zum einen kann der Emittent ein so genanntes reguläres Delisting durchführen, welches sich nach den Regelungen des § 38 Abs. 4 BörsG richtet. Danach kann die Börsenzulassungsstelle auf Antrag des Emittenten die Zulassung zum amtlichen Börsenhandel widerrufen.⁴² Der Widerruf der Börsenzulassung kann sodann zu einem Teil-Delisting, einem bloßen Börsensegmentwechsel oder einem vollständigen Delisting führen. (2) Demgegenüber kann der Emittent eine Einstellung der Börsennotiz auch durch Durchführung eines so genannten Kalten Delisting herbeiführen.⁴³ Im Gegensatz zu einem Regulären Delisting, bei dem der Widerruf der Börsenzulassung im Vordergrund steht, ist dieser Zulassungswiderruf im Falle eines Kalten Delisting lediglich Folge einer gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung des Unternehmens, aufgrund derer die Gesellschaft ihre börsenfähige Rechtsform verliert. (3) Letztlich erfolgt ein Widerruf der Börsenzulassung, sofern die Gesellschaft im Zuge eines Squeeze-Out lediglich über einen verbleibenden Hauptaktionär verfügt und ein Börsenhandel aus diesem Grunde nicht mehr stattfindet.

Alle drei im Rahmen einer Going Private Transaktion relevanten Formen des Delisting werfen neben kapitalmarktrechtlichen auch eine Vielzahl gesellschaftsrechtlicher Fragen auf, die in vorliegender Untersuchung insbesondere aus Sicht des eine Going Private Transaktion durchführenden Finanzinvestors näher beleuchtet werden sollen.

⁴² Siehe hierzu ausführlich unten Teil 3.C.I.

⁴³ Siehe hierzu ausführlich unten Teil 3.C.II.

B. Gründe für ein Going Private

Die Gründe, die eine Gesellschaft zu einem Börsengang (sog. „Going Public“) veranlassen, sind vielfältig. So ist eines der Hauptargumente im Zusammenhang mit einem Börsengang die Kapitalbeschaffungsfunktion der Börsennotiz,⁴⁴ die es potentiellen Kapitalnehmern ermöglicht, durch eine Neuemission von Wertpapieren neues Kapital zur Finanzierung von Investitionen zu beschaffen. Ein weiterer Grund für einen Going Public ist die verbesserte Fungibilität und Liquidierbarkeit der Unternehmensanteile sowie eine angemessene Bewertung und Kontrolle der Gesellschaft durch den Kapitalmarkt. Ebenso wie die Absicht, den Bekanntheitsgrad der Gesellschaft zu erhöhen, um die Marktposition der Aktiengesellschaft zu stärken, spielt auch häufig der Gedanke der Image- und Werbewirkung einer Börsennotierung eine Rolle.

Fallen diese ursprünglichen Motive für einen Gang an die Börse weg oder treten nachträglich Umstände hinzu, die gegen ein Festhalten an der Börsennotiz sprechen, erwägen Unternehmen, sich von der Börse zurückzuziehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Vorteile der Börsenzulassung durch deren Nachteile, insbesondere die hiermit verbundenen Kosten und Managementbelastungen, aufgehoben werden.

Die nachfolgend dargestellten Gesichtspunkte stellen bei der Entscheidung, einen Börsenrückzug zu initiieren, eine Rolle:

I. Motive für ein Going Private

These 1:

Going Private Transaktionen sind insbesondere für Gesellschaften ohne den Bedarf der Kapitaldeckung über die Börse sowie für unterbewertete Gesellschaften die richtige Strategie.

⁴⁴ Richard/Weinheimer, BB 1999, S. 1613 (1619).

Können die vorstehend genannten Ziele eines einstigen Börsengangs nicht mehr erreicht werden, führt dies zu einer Funktionslosigkeit der Börsennotiz, die häufig Anlass für die Entscheidung zu einem Going Private gibt. Ferner können, wie nachfolgend aufgezeigt wird, durch einen Börsengang die Agency-Kosten verringert, die Gefahr einer feindlichen Übernahme gesenkt sowie Zulassungsfolgepflichten vermieden werden.

1. Funktionslosigkeit der Börsennotiz

Im Folgenden werden zunächst die wesentlichen Situationen dargestellt, in welchen die Notierung an der Börse für die Gesellschaft die ursprünglich beabsichtigte Funktion nicht mehr erfüllt:

a) Wegfall der Kapitalbeschaffungsfunktion der Börsennotierung

Unternehmen, die sich entweder nicht mehr auf einem Wachstumskurs befinden und daher in absehbarer Zeit keinen Finanzierungsbedarf haben, benötigen die Kapitalbeschaffungsfunktion der Börsen nicht mehr.⁴⁵ Dies gilt auch für Unternehmen, die das weitere Wachstum der Gesellschaft aus dem eigenen Cash Flow, d.h. aus dem Überschuss der regelmäßigen Betriebseinnahmen über die laufenden Betriebsausgaben, bestreiten können. Ferner ist eine Gesellschaft dann, wenn ihr andere Finanzierungsquellen zur Verfügung stehen, zur Finanzierung von Investitionen nicht mehr auf den mit der Börsenzulassung verbundenen Kapitalmarktzugang angewiesen. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn der Mehrheitsbesitz nach einer Übernahme durch einen finanzstarken Finanzinvestor in Händen von Gesellschaftern mit erheblicher Finanzausstattung liegt, oder die Gesellschaft ihre Investitionen über (Bank-)Darlehen fremdfinanzieren kann.

Darüber hinaus wird die Kapitalbeschaffungsfunktion auch dann nicht mehr erfüllt, wenn die Aufnahme von zusätzlichem Kapital über die Börse zu teuer wird und damit eine Finanzierung über den Kapitalmarkt zu annehmbaren Konditionen nicht

⁴⁵ *Nathusius*, BFuP 2/2003, S. 175 (179); *Beck/Stinn*, FB 2002, S. 653 (654).

mehr möglich ist. Eine solche Situation entsteht beispielsweise dann, wenn die Aktiengesellschaft selbst am Kapitalmarkt aufgrund einer sinkenden Nachfrage erheblich unterbewertet ist oder die Gesellschaft aufgrund ihrer mangelnden Größe insbesondere für institutionelle Anleger wie beispielsweise Investment-Fonds uninteressant ist. Diesem Problem sehen sich insbesondere im S-Dax, aber auch im M-Dax notierte Unternehmen gegenüber,⁴⁶ deren Aktien zum Teil nur einem sehr geringen Handelsvolumen unterliegen. Hierfür lassen sich in der Regel zwei Ursachen finden: Zum einen verlieren die Kapitalteilnehmer – beispielsweise aufgrund einer rückläufigen Berichterstattung über das Unternehmen durch die Presse und durch Finanzanalysten – das Interesse an der Gesellschaft. Zum anderen ist eine geringe Aktiennachfrage und damit ein tendenziell umsatzschwacher Aktienhandel häufig auch darauf zurückzuführen, dass aufgrund der Existenz großer Aktienpakete nur wenige Anteile im Umlauf sind. Die Einflussmöglichkeiten externer Kapitalgeber auf die Gesellschaft sind daher beschränkt, was ein Engagement institutioneller Anleger als unattraktiv erscheinen lässt. All dies führt dazu, dass eine Platzierung neuer Aktien aus einer Kapitalerhöhung zur Generierung von Eigenkapital für anstehende Investitionen oder notwendige Restrukturierungsmaßnahmen kaum mehr realisierbar ist. In einem solchen Fall kann die Börsennotierung ihre vorrangige Aufgabe, die Gesellschaft mit ausreichendem Eigenkapital zu versorgen, nicht mehr erfüllen.⁴⁷ „Wenn die Börse ein Unternehmen nicht schätzt, ist es sehr schwierig, diese Stimmung umzudrehen“;⁴⁸ in einem solchen Fall helfen in der Regel auch keine zusätzlichen Ausgaben für Investor-Relations.

Mangelnde Liquidität und sinkende Kurse haben zudem Auswirkungen auf die Fremdkapitalfinanzierung: bei der Aufnahme von Fremdkapital ist insbesondere die Fähigkeit der Gesellschaft zur Besicherung von Verbindlichkeiten, die Attraktivität des Unternehmens bei der Platzierung von Fremdkapitaltiteln (z.B. Anleiheemissionen) sowie deren Kreditwürdigkeit relevant. So passen Banken ihre Risikoprämien bei der Kreditvergabe insbesondere auch durch die Basel II-

⁴⁶ Labbé/Poeschel, M&A Review 2002, S. 191 (193 ff.).

⁴⁷ v. Schwichtenberg, DSrR 2001, S. 2075 (2075); Pfüller/Anders, NZG 2003, S. 459 (460).

⁴⁸ Frankfurter Allgemeine Zeitung, 05.06.2000 (Verf.: Plaut).

Regelungen⁴⁹ an das jeweilige Kreditrisiko, d.h. die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers, an. Diese Ausfallwahrscheinlichkeit wird durch interne Rating-Systeme der Bank bestimmt,⁵⁰ wobei die Eigenkapitalquote und die so genannten Deckungsgrade der Gesellschaft eine besondere Rolle spielen. Dabei wird auch die Möglichkeit der Gesellschaft, diese durch Aufnahme von weiterem Eigenkapital zu verbessern, beachtet.⁵¹ Im Ergebnis führt eine schlechte Börsenperformance daher auch zu höheren Fremdkapitalzinsen und damit schlechteren Kreditkonditionen, was den Zugang des Unternehmens zu Fremdkapital erschwert.

b) Wegfall der Bewertungsfunktion der Börsennotierung

Das mangelnde Kapitalmarktinteresse und die damit einhergehenden eingeschränkte Fungibilität der Aktie wirkt sich nicht nur negativ auf die Kapitalbeschaffungsfunktion, sondern auch auf eine weitere Hauptfunktion der Börsennotiz aus: die Bewertungsfunktion. Aufgrund mangelhafter Liquidität, sinkendem Handel und kleinen Orders entstehen Zufallskurse, die den eigentlichen Wert der Gesellschaft nicht mehr widerspiegeln; so kommt es zu einer Unterbewertung der Gesellschaft.⁵² Eine solche Unterbewertung führt häufig dazu, dass die Marktkapitalisierung des Unternehmens deren inneren Wert⁵³ nicht widerspiegelt. In Extremfällen liegt der Börsenwert des Eigenkapitals sogar unter seinem Substanzwert, der sich aus dem Zeitwert aller Aktiva abzüglich der Verbindlichkeiten ergibt.⁵⁴

⁴⁹ Basel Committee on Banking Supervision 2001.

⁵⁰ Unternehmermagazin 1/2-2003, S. 38 (Verf.: *Andreas Schmitz*, HSBC Trinkaus & Burkhardt KGaA).

⁵¹ *Kemper*, S. 9.

⁵² *Pfüller/Anders*, NZG 2003, S. 459 (460); *Richard/Weinheimer*, BB 1999, S. 1613 (1620). So geht auch § 5 Abs. 4 WpÜG Angebots-VO davon aus, dass im Falle eines geringen Handels in Aktien der Zielgesellschaft der Börsenkurs der Gesellschaft keine realistische und angemessene Bewertung der Zielgesellschaft widerspiegelt.

⁵³ Der innere Wert einer Gesellschaft setzt sich insbesondere aus dem Barwert des künftigen Cashflows sowie den Wachstumserwartungen zusammen.

⁵⁴ *Kemper*, S. 9.

c) Wegfall der Anreizfunktion der Börsennotierung

Darüber hinaus kommt es zu einem Wegfall der Anreizfunktion der Börsennotierung, wenn der mit einer Börsenzulassung verbundene positive Public Relations-Effekt und Imagegewinn bei Kunden, Banken sowie derzeitigen und zukünftigen Mitarbeitern für das Unternehmen nicht mehr spürbar ist. Dies ist vor allem bei Aktiengesellschaften mit geringem Free Float und geringen Börsenumsätzen der Fall, die am Kapitalmarkt nur noch wenig Beachtung finden. Bei einer schlechten Börsenperformance der Gesellschaft kann es gar zu Imageeinbußen kommen.⁵⁵

Ferner kann sich eine über einen längeren Zeitraum niedrige Börsenbewertung sogar negativ auf die Motivation der Mitarbeiter auswirken. Dies gilt zum einen dann, wenn der Eindruck entsteht, dass eine hinreichende Würdigung der Leistung der Mitarbeiter am Kapitalmarkt nicht stattfindet. Zum anderen sind die Vorteile der Mitarbeitermotivation durch die Schaffung von Leistungsanreizen über eine Beteiligung am Unternehmenserfolg durch Mitarbeiterbeteiligungen und Aktienoptionsprogramme angesichts sinkender Kurse und Unterbewertung der Aktiengesellschaft nicht mehr vorhanden. Auf derartige innovative Vergütungsmodelle sind jedoch insbesondere junge, schnell wachsende Unternehmen angewiesen, die – um im internationalen Wettbewerb für Mitarbeiter attraktiv zu sein – ihren Mitarbeitern hohe Vergütungen zahlen müssen, andererseits jedoch einen hohen Abfluss von Barmitteln für die Mitarbeitervergütung vermeiden möchten. Machen derartige Vergütungsmodelle einen erheblichen Anteil an der monetären Vergütung der einzelnen Mitarbeiter und Führungskräfte aus, so kann eine schlechte Börsenperformance der Gesellschaft gar zu einer Demotivation führen. Dies führt wiederum zu einer negativen Beeinträchtigung der operativen Leistung des Unternehmens, was die Börsenkurse abermals sinken lässt.⁵⁶

Diesem Problem ist ein nicht-börsennotiertes Unternehmen nicht ausgesetzt: hier können die Mitarbeiter an dem Erfolg einer Gesellschaft beteiligt werden, dessen

⁵⁵ Kemper, S. 9.

Veräußerungswert allein anhand neutraler Wertgutachten überprüft und nicht durch Börsentrends und Spekulationen verzerrt wird.⁵⁷

2. Verringerung der Agency-Kosten

Ein weiterer Grund für einen Börsenrückzug kann eine geringe Bewertung der Gesellschaft durch den Kapitalmarkt sein, welche aus einem starken Anstieg der „Agency-Kosten“ aufgrund erheblicher Ineffizienzen in der Unternehmensführung resultiert.

Diese Kosten resultieren zum einen aus der Trennung von Eigentum (Aktionär) und Kontrolle (Management) innerhalb einer Gesellschaft und den daraus resultierenden Konflikten („Principal-Agent-Konflikt“).⁵⁸ So bleiben beispielsweise der Unternehmensführung aufgrund unzureichender Kontrolle durch die Aktionäre umfangreiche diskretionäre Handlungsspielräume, die zu einem Abweichen des Managements von der aus Aktionärssicht wünschenswerten Handlungsweise motivieren und deren Ausnutzung den Eigenkapitalwert der Gesellschaft mindern.⁵⁹ Eine verstärkte Verfolgung von Eigeninteressen durch das Management führt jedoch dazu, dass Wertpotentiale der Gesellschaft nicht ausgeschöpft werden können.⁶⁰

Zum anderen entstehen Agency-Kosten durch kostspielige Überwachungsmaßnahmen, die zur Kontrolle des Managements getätigt werden müssen und die dazu dienen, die Ausnutzung dieser diskretionären Handlungsspielräume möglichst umfassend einzuschränken.

⁵⁶ Siehe hierzu grundlegend auch *Baker/Jensen/Murphy*, Journal of Financial Economics 1990, S. 195 ff.

⁵⁷ *Richard/Weinheimer*, in *Richard/Weinheimer*, Handbuch Going Private, S. 23 (28); *Kemper*, S. 10.

⁵⁸ Die der Identifizierung der Agency-Kosten zugrunde liegende Agency-Theorie befasst sich mit der konfliktären Interessenlage der Eigentümer (Aktionäre) eines Unternehmens und dessen Managements; vgl. allgemein zu diesem Principal-Agent Konflikt durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle: *Jensen/Meckling*, Journal of Financial Economics 1976, S. 305 (308 ff.).

⁵⁹ Vgl. *Mühle*, S. 116.

Eine derartige Überwachung der Unternehmensführung kann der Kapitalmarkt insbesondere dann nicht übernehmen, wenn die Gesellschaft eine starke Zersplitterung der Aktionärsstruktur aufweist. Grund hierfür ist zum einen die Tatsache, dass jeder überwachende Aktionär die Kosten seiner intensiveren Kontrolle alleine trägt, während an dem durch diese Kontrollmaßnahmen generierten Wertzuwachsen des Unternehmens sämtliche Anteilseigner im Verhältnis ihrer jeweiligen Beteiligung partizipieren.⁶¹ Infolgedessen sinkt die Bereitschaft der einzelnen Anleger, Informationen über die Gesellschaft zum Zwecke der Unternehmenskontrolle einzuholen. Zum anderen sind die Handlungs- und Sanktionsmöglichkeiten einzelner Aktionäre umso geringer, je geringer ihre Beteiligung an der Gesellschaft ist. Kann das suboptimale Verhalten des Managements auch nicht durch den Druck sinkender Kurse der Gesellschaft und der daraus resultierenden Gefahr feindlicher Übernahmen korrigiert werden, fällt schlimmstenfalls die Überwachungsfunktion des Kapitalmarktes gänzlich aus. Nach einem Going Private konzentriert sich das Anteilseigentum in der Regel in den Händen weniger Investoren, die aufgrund ihrer eigenen hohen Kapitalbeteiligung den Anreiz haben, selbst die Kontrolle der Unternehmensführung zu übernehmen und ein Fehlverhalten des Managements zu sanktionieren.⁶² Hierdurch sinken die Agency-Kosten, was zu einer Wertsteigerung der Gesellschaft führt.

Im Ergebnis führt ein Going Private somit zu einer Verbesserung der Unternehmenskontrolle und verhindert damit auch das Problem der Überinvestition, welches in der Vergangenheit insbesondere bei US-amerikanischen Gesellschaften zu beobachten war. Auf dieses Problem weist die Free Cash Flow Hypothese von *Jensen*⁶³ hin: Diese besagt, dass das Interesse des Managers – beispielsweise am Ausbau der eigenen Machtposition – darin liegt, auch den Cash Flow, der nach Realisierung aller vorteilhaften und marktwertsteigernden Investitionen noch zur

⁶⁰ Pfüller/Anders, NZG 2003, S. 459 (460).

⁶¹ Sog. „Free-Rider-Problem“, vgl. *Grossmann/Hart*, Bell Journal of Economics 1980, S. 42 ff.

⁶² Siehe hierzu auch zu den durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) geschaffenen Erleichterungen für Finanzinvestoren: *Du-ve/Basak*, BB 2006, S. 1345 ff.

Verfügung steht („Free Cash Flow“⁶⁴), im Unternehmen zu investieren, anstatt ihn an die Aktionäre auszuschütten. Ohne ausreichende Kontrolle besteht für die Unternehmensleitung somit häufig der Anreiz, die freien Finanzmittel der Gesellschaft für Zukäufe und Investitionen zu verwenden und diese – entgegen den Interessen der Aktionäre – nicht an die Eigentümer der Gesellschaft auszuschütten. Dies führt zu einer Überinvestition und dann zu einer negativen Folge für das Unternehmen, wenn die Investition über eine der Wohlfahrt der Aktionäre dienende optimale Unternehmensgröße hinaus geschieht und daher mit einer Wertminderung der Gesellschaft verbunden ist.⁶⁵ Eine derartige suboptimale Verwendung des freien Cash-flows der Gesellschaft kann zum einen durch eine effektivere Unternehmenskontrolle durch einen Großaktionär verhindert werden, zum anderen aber auch dadurch, dass es im Rahmen eines Börsenrückzugs durch einen Management Buy-Out⁶⁶ zu einer Eigenkapitalbeteiligung des Managements kommt. In einem solchen Fall verringern sich zum einen die mit einer Trennung von Eigentum und Kontrolle verbundenen Fehlanreize für die Unternehmensführung. Ferner motiviert die verstärkte Beteiligung des Managements an dem Erfolg der Gesellschaft zu einem wertorientierten Handeln.⁶⁷

3. Verminderung der Gefahr feindlicher Übernahmen

Ferner kann durch einen Börsenrückzug die Gefahr einer feindlichen Übernahme gesenkt werden, welche insbesondere im Falle eines hohen Anteils von Streubesitz und niedrigen Aktienkursen der Gesellschaft besteht. Sinkt der Börsenkurs und damit der Marktwert einer Gesellschaft aufgrund einer schlechten Leistung des Managements, und kennen die Aktionäre aufgrund einer Informationsasymmetrie den Grund der schlechten Börsenbewertung nicht, muss der Manager von diesen

⁶³ Vgl. *Jensen*, American Economic Review, Papers and Proceedings 1986, S. 323 (323).

⁶⁴ Free Cash Flow (= freie Finanzmittel) von *Jensen* definiert als der überflüssige Cash Flow, nachdem allen Projekten mit positivem Kapitalwert das nötige Geld zugeführt wurde; vgl. *Jensen*, American Economic Review, Papers and Proceedings 1986, S. 323 (323).

⁶⁵ Zu weiteren denkbaren Eigeninteressen der Unternehmensleitung vgl. *Hohn*, Going Private – Vorteilhaftigkeit und Gestaltungsformen, S. 24 f.; *Beck/Stinn*, FB 2002, S. 653 (654).

⁶⁶ Siehe hierzu unten Teil 3.A.3.

⁶⁷ Vgl. hierzu *Smith*, Journal of Financial Economics 1990, S. 143 ff.

keine Bestrafung fürchten. Ist in dieser Situation jedoch ein Investor besser informiert als die Aktionäre und erkennt er den wahren Wert der Gesellschaft bzw. deren potentielle Wertsteigerung, so kann er diese günstig von den Aktionären erwerben, die bereit sind, ihre Aktien zu dem niedrigen Börsenkurs zu verkaufen. Hieraus entsteht eine disziplinierende Wirkung für das Management aufgrund einer drohenden feindlichen Übernahme.⁶⁸

Derartige Übernahmen können dadurch erschwert werden, dass die Gesellschaft von der Börse genommen wird: Gesellschaftsanteile können dann nur noch durch ein individuelles Angebot an einzelne Aktionäre oder gar durch ein öffentliches Angebot an alle Aktionäre erworben werden, nicht mehr jedoch über den jederzeit verfügbaren Börsenhandel.⁶⁹ Zu beachten ist jedoch, dass der Vorschlag, die Gesellschaft zum Schutz vor feindlichen Übernahmen von der Börse zu nehmen, häufig von einem Management der Gesellschaft kommt, welches durch eigenes Verhalten nicht selten zu der Situation der niedrigen Bewertung des Unternehmens durch sinkende Aktienkurse beigetragen hat. Dieses Management fürchtet nun im Falle einer feindlichen Übernahme um den eigenen Arbeitsplatz.

Die Gefahr einer feindlichen Übernahme kann jedoch auch für die Anteilseigner nachteilig sein, da die im Vorfeld einer drohenden feindlichen Übernahme durch die Unternehmensführung möglicherweise angestregten zulässigen Abwehrmaßnahmen⁷⁰ hohe Aufwendungen und Opportunitätskosten zu Lasten der Eigentümer der Gesellschaft generieren. Ferner würden sie im Falle einer ungerechtfertigten Unterbewertung der Aktien ihre Gesellschaftsanteile unter Wert veräußern.⁷¹ Die Reduktion der Gefahr einer feindlichen Übernahme liegt demnach auch im Interesse der Anteilseigner.

⁶⁸ Vgl. hierzu das Modell von *Scharfstein*, *Review of Economic Studies* 1988, S. 185 (187 ff.).

⁶⁹ *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1280); *de Vries*, S. 17;

⁷⁰ Siehe § 33 WpÜG.

⁷¹ *Scharfstein*, *Review of Economic Studies* 1988, S. 185 (192).

4. Vermeidung der Zulassungsfolgepflichten

Ferner müssen börsennotierte Unternehmen zum Teil nicht unerhebliche regulatorische Auflagen und Zulassungsfolgepflichten erfüllen, deren Beachtung eines erheblichen zeitlichen und finanziellen Aufwandes bedarf, ein hohes Maß an Transparenz von dem Unternehmen verlangt und die autonome Unternehmenspolitik einschränkt.⁷² So sind beispielsweise die Zulassungsfolgepflichten im früheren Neuen Markt und in dem neu geschaffenen Marktsegment Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gegenüber den gesetzlichen Mindestanforderungen nochmals erheblich ausgedehnt worden. Diese Pflichten und Auflagen verursachen einen erheblichen Kosten- und Personalaufwand und schränken die Handlungsflexibilität der Gesellschaft ein. Dies kann durch einen Börsenrückzug vermieden werden.⁷³

Hierzu gehören beispielsweise Publizitätspflichten, die die Veröffentlichung geschäftlich relevanter Informationen regeln. So müssen insbesondere alle geschäftspolitisch entscheidenden und damit kursrelevanten Maßnahmen im Rahmen der Ad-hoc Publizitätspflicht nach § 15 WpHG bekannt gemacht werden. Da diese Regelung ausschließlich für börsennotierte Unternehmen gilt, entstehen der notierten Aktiengesellschaft operative Nachteile im Vergleich mit ihren nicht notierten Wettbewerbern, die nicht den kosten- und zeitintensiven Publizitätspflichten des Kapitalmarkts unterliegen und die in viel geringerem Maße entwicklungs- und erfolgsrelevante Informationen an die Öffentlichkeit und damit auch an ihre Konkurrenz weitergeben müssen.⁷⁴ Die Strategie eines nicht-börsennotierten Unternehmens, beispielsweise bevorstehende Akquisitionen, kann daher wesentlich länger geheimgehalten werden als im Falle der Börsennotierung.⁷⁵

⁷² Eine Auflistung der handels- und gesellschaftsrechtlichen Pflichten aus der Börsennotierung findet sich – zum Teil allerdings mit Verweisen auf inzwischen geänderte Rechtsnormen – bei *Mülbert*, ZHR 2001, S. 104 (130).

⁷³ *Pfüller/Anders*, NZG 2003, S. 459 (461); *Beck/Stinn*, FB 2002, S. 653 (654).

⁷⁴ *Richard/Weinheimer*, in *Richard/Weinheimer*, S. 29.

⁷⁵ v. *Schwichtenberg*, DStR 2001, S. 2075 (2075); *Beermann/Masucci*, FB 2000, S. 705 (707).

Hinzu kommt, dass die börsennotierte Gesellschaft verschiedenen Veröffentlichungspflichten unterliegt. So hat die Gesellschaft beispielsweise gemäß §§ 21, 22 und 25 WpHG jegliche Veränderung der Stimmrechte bei Erreichen oder Unterschreiten bestimmter Beteiligungsgrenzen, welche ihr seitens des betreffenden Aktionärs angezeigt wurde, unverzüglich in einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen. Diese Transparenz hat den Nachteil, dass stimmrechtsrelevante Beteiligungen, Verbindungen und Verflechtungen nicht mehr unbemerkt auf- bzw. abgebaut werden können.⁷⁶ Ferner ist die Gesellschaft nach § 40 BörsG zur Zwischenberichterstattung verpflichtet. In einem solchen Zwischenbericht sind die laufenden Geschäftszahlen zu veröffentlichen und zu erläutern, so dass sich die Öffentlichkeit ein Bild über die aktuelle Finanzlage und den Geschäftsverlauf der Gesellschaft innerhalb des Berichtszeitraums machen kann. Derartige Zwischen- und Geschäftsberichte stellen somit auch für Konkurrenzunternehmen eine hervorragende Informationsquelle dar; schlimmstenfalls kommt es sogar zu einem Markteintritt neuer Konkurrenten.⁷⁷ Ferner werden auch Lieferanten und Abnehmer über die Situation der Gesellschaft informiert. Erfahren diese Geschäftspartner der Gesellschaft, wie gut oder wie schlecht es um die Ertragslage des Unternehmens steht, kann dies dazu führen, dass die Verhandlungsposition geschwächt wird und ungünstigere Konditionen zu erzielen sind.

Darüber hinaus hat das Diktat der Quartalszahlen zunehmend abschreckende Wirkung auf börsennotierte Unternehmen.⁷⁸ Somit kann auch der Druck des öffentlichen Kapitalmarktes, der eine auf kurzfristige Gewinne und positive Quartalsergebnisse angelegte Strategie oftmals mehr belohnt als eine langfristige, vorausschauende Planung, ein Grund dafür sein, die Börsennotierung zu beenden. Ohne den Zwang zu kurzfristigen Erfolgsmeldungen ist nach einem Börsenrückzug zu erwarten, dass sich das Management an einer langfristigen Profitabilität orientieren

⁷⁶ Kleppe, S. 23.

⁷⁷ Burghof/Schilling, BFuP 2003, S. 117 (128 f.).

⁷⁸ Nathusius, BFuP 2/2003, S. 175 (179).

wird, welche für die positive Entwicklung des Unternehmens von größerer Relevanz ist als nur kurzfristig das Unternehmensergebnis steigernde Maßnahmen.⁷⁹

Letztlich verursacht die Börsennotierung zum Teil nicht unerhebliche Notierungskosten. So erfordert beispielsweise die Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung einer börsennotierten Gesellschaft einen wesentlich höheren Aufwand und ist entsprechend kostspieliger als bei einer nicht börsennotierten Gesellschaft. Des weiteren ergeben sich aus den nach § 39 BörsG bestehenden Pflichten wie z.B. die Pflicht zur Bestimmung einer für die gesamte Dauer der Zulassung der Wertpapiere bereitstehenden Zahl- und Hinterlegungsstelle, die Pflicht zur angemessenen Unterrichtung des Publikums und der Zulassungsstelle über die Gesellschaft und die zugelassenen Wertpapiere, sowie die Pflicht zur Börsenzulassung sämtlicher später ausgegebener Aktien, weitere Kostenpunkte. Ferner verursacht die Betreuung von Aktionären (z.B. Hochglanzprospekte, Portoausgaben etc.), die Investor-Relations-Arbeit durch spezielle Stabstellen, die Gebühren für Designated Sponsors sowie die Vorbereitung und Durchführung von Analystenmeetings nicht unerhebliche Kosten.⁸⁰ Neben diesen quantifizierbaren Kosten sind vor allem Opportunitätskosten aus der Beanspruchung von Managementressourcen durch aufwendige Public-Relations-Arbeit und durch die Erfüllung aller mit einer Börsennotiz einhergehenden Verpflichtungen zu berücksichtigen. Durch diese geht der Unternehmensleitung kostbare Zeit verloren, die zwangsläufig für Aufgaben des operativen Geschäfts fehlen. So gab beispielsweise der Vorstand der *Macrotron AG* die jährliche Mehrbelastung durch die Börsennotierung mit ca. €174.000 an, was etwa 16% des Bilanzgewinns der Gesellschaft entsprach.⁸¹ Die Notierungskosten bei der *Rolf Benz AG*, die sich im Jahre 2000 von der Börse zurückgezogen hat, wurden auf jährlich rund €75.000 geschätzt.⁸²

⁷⁹ v. Schwichtenberg, DSStR 2001, S. 2075 (2075).

⁸⁰ Beermann/Masucci, FB 2000, S. 705 (707).

⁸¹ OLG München, ZIP 2001, S. 700 (704).

⁸² Kemper/Schierack, WISU 2002, S. 217 (218).

II. Operative Nachteile eines Going Private

Vorstehend genannte Gründe sind häufig Anlass dafür, dass ein Rückzug von der Börse erwogen wird. Bei einer entsprechenden Entscheidung der Gesellschaft bzw. deren Hauptaktionärs zu berücksichtigen ist jedoch, dass die Vorteile, die eine Einstellung der Börsennotiz mit sich bringt, durch einige Nachteile, die sich oftmals zeitlich verzögert nach dem Börsengang einstellen, relativiert werden:⁸³

Zunächst führt ein Börsenrückzug dazu, dass auf eine flexible Alternative zur Aufnahme von Eigenkapital verzichtet werden muss. Hinzu kommt, dass die Kosten zur Aufnahme von Fremdkapital steigen, da es für externe Kapitalgeber in Folge der Einschränkung der Publizität wesentlich aufwendiger und kostenintensiver ist, Informationen über die Gesellschaft und deren Kreditwürdigkeit zu beschaffen. Ferner steigt das potentielle Risiko des Kreditausfalls, da die Gesellschaft nach einem Börsenrückzug nicht mehr den Vorschriften zur Unternehmenskontrolle unterliegt. All dies kann dazu führen, dass es zu Verteuerungen bei der Deckung des künftigen Kapitalbedarfs der Gesellschaft kommt.

Nachteilig ist darüber hinaus die Tatsache, dass die Entscheidung zu einem Börsenrückzug zu einer geringeren Fungibilität und Liquidierbarkeit der Gesellschaftsanteile führt, was einen Austritt der Aktionäre aus der Gesellschaft erschwert.⁸⁴ Gleichfalls ist der Gesellschaftsanteil einer nicht-börsennotierten Gesellschaft als Zahlungsmittel bei der Akquisition anderer Unternehmen weniger attraktiv, so dass es zu einem Verlust der Transaktionswährung „Aktie“ kommt. Ebenso ist zu bedenken, dass die Gesellschaft nach Beendigung der Börsennotierung die mit der Notierung verbundene Image- und Werbewirkung durch börsenbedingtes Interesse der Öffentlichkeit an der Entwicklung des Unternehmens verliert und sich ihre öffentliche Präsenz verringert. Ferner sinkt aufgrund des gerin-

⁸³ Richard/Weinheimer, BB 1999, S. 1613 (1619 ff.); Beermann/Masucci, FB 2000, S. 705 (706 ff.).

⁸⁴ Insbesondere sind – je nach Rechtsform des Unternehmens nach dem Börsenrückzug – die gesetzlichen und satzungsmäßigen Auflagen bei der Übertragung der Gesellschaftsanteile zu beachten.

geren Bekanntheitsgrades die Attraktivität der Gesellschaft als Arbeitgeber, was dazu führen kann, dass die Suche nach qualifizierten Mitarbeitern erschwert ist.

Letztlich sind die zum Teil erheblichen Transaktionskosten eines Going Private zu berücksichtigen. Hierzu zählen die Strukturierungskosten der Transaktion, die sich aus den Kosten für Berater, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater zusammensetzen, sowie insbesondere die zum Teil sehr hohen Kosten durch Prämien, die an außenstehende Aktionäre zur Übernahme ihrer Anteile im Falle eines Börsenrückzugs gezahlt werden müssen. Ferner sind die nicht selten äußerst kostspieligen gerichtlichen oder außergerichtlichen Einigungen mit einzelnen Kleinaktionären zu berücksichtigen.⁸⁵

III. Zusammenfassung

Gesellschaften, die sich entweder nicht mehr auf einem Wachstumskurs befinden, das weitere Wachstum der Gesellschaft aus dem eigenen Cash Flow bestreiten können oder ihnen andere Finanzierungsquellen zur Verfügung stehen (z.B. ein finanzstarker Finanzinvestor), benötigen häufig die Kapitalbeschaffungsfunktion der Börsen nicht mehr.⁸⁶ Andere Gesellschaften, welche zwar weiterhin Kapital benötigen, können dieses vielfach nicht mehr über die Börse beschaffen. Grund hierfür ist, dass die Gesellschaften häufig erheblich unterbewertet oder aufgrund ihrer geringen Größe insbesondere für institutionelle Anleger uninteressant sind. Dieses mangelnde Kapitalmarktinteresse und die damit einhergehende eingeschränkte Fungibilität der Aktie wirkt sich zusätzlich negativ auf die Bewertungsfunktion der Börsennotiz aus. Es entstehen Zufallskurse, die den eigentlichen Wert der Gesellschaft nicht mehr widerspiegeln; so kommt es zu einer weitergehenden Unterbewertung der Gesellschaft.⁸⁷

⁸⁵ Kemper, S. 12.

⁸⁶ Nathusius, BFuP 2003, S. 175 (179); Beck/Stinn, FB 2002, S. 653 (654).

⁸⁷ Pfüller/Anders, NZG 2003, S. 459 (460); Richard/Weinheimer, BB 1999, S. 1613 (1620). So geht auch § 5 Abs. 4 WpÜG Angebots-VO davon aus, dass im Falle eines geringen Handels in Aktien der Zielgesellschaft der Börsenkurs der Gesellschaft keine realistische und angemessene Bewertung der Zielgesellschaft widerspiegelt.

Ein weiterer Grund für eine solche Unterbewertung kann auch ein starker Anstieg der „Agency-Kosten“ sein. Diese Kosten resultieren insbesondere aus der Trennung von Eigentum (Aktionär) und Kontrolle (Management) und den daraus resultierenden Konflikten („Principal-Agent-Konflikt“).⁸⁸ Eine hinreichende Überwachung der Unternehmensführung kann der Kapitalmarkt jedoch insbesondere dann nicht übernehmen, wenn die Gesellschaft eine starke Zersplitterung der Aktionärsstruktur aufweist. Dies lässt sich häufig durch eine Going Private Transaktion lösen: nach einer solchen Transaktion konzentriert sich das Anteilseigentum in der Regel in den Händen weniger Investoren, die aufgrund ihrer eigenen hohen Kapitalbeteiligung den Anreiz haben, selbst die Kontrolle der Unternehmensführung zu übernehmen und ein Fehlverhalten des Managements zu sanktionieren.

Hinzu kommt, dass bei schlechten „Börsenperformern“ die negativen Folgen eines Börsenrückzugs kaum spürbar sind: Das Bedürfnis oder die Möglichkeit zur Aufnahme von Eigenkapital über die Börse ist ohnehin nicht mehr gegeben. In diesem Falle entfällt auch trotz Börsenzulassung die grundsätzlich aufgrund einer Börsennotierung gegebene Fungibilität und Liquidierbarkeit der Anteile. Ferner ist die in Aktie der Gesellschaft aufgrund ihrer Unterbewertung als Transaktionswährung nicht mehr geeignet. Ebenso entfällt bei einer schlechten Börsenperformance der Werbeeffect einer Börsennotierung. Dies kann in Extremfällen sogar dazu führen, dass das Image der Gesellschaft bei fortwährend negativen Analystenbeurteilungen schwer beschädigt wird. Hierdurch sinkt dann – trotz Börsennotierung – auch die Attraktivität der Gesellschaft als Arbeitgeber. Schließlich fallen auch die einmaligen Transaktionskosten eines Going Private im Vergleich zu den jährlich wiederkehrenden Notierungs- und Publizitätskosten nicht ins Gewicht.

Treffen vorstehend genannte Kriterien auf börsennotierte Gesellschaften zu, wird der mit der Börsennotierung zwangsläufig verbundene Zeit- und Kostenaufwand

⁸⁸ Die der Identifizierung der Agency-Kosten zugrunde liegende Agency-Theorie befasst sich mit der konfliktären Interessenlage der Eigentümer (Aktionäre) eines Unternehmens und dessen Managements; vgl. allgemein zu diesem Principal-Agent Konflikt durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle: *Jensen/Meckling*, Journal of Financial Economics 1976, S. 305 (308 ff.).

lästig und unverhältnismäßig.⁸⁹ In einem solchen Fall ist genau zu untersuchen, ob die mit einem Börsenrückzug verbundenen positiven Effekte die damit einhergehenden Einschränkungen und Kosten überwiegen und daher ein Going Private eine sinnvolle Alternative darstellt.

Going Private Transaktionen werden daher zunehmend als mögliche Strategie sowohl von Managern der Gesellschaft als auch von bestehenden oder künftigen Gesellschaftern wahrgenommen, die trotz schlechter Performance der Aktien am Kapitalmarkt von dem Potential der Gesellschaft überzeugt sind.⁹⁰ So kann beispielsweise ein Finanzinvestor bei der Restrukturierung des Unternehmens behilflich sein und das Unternehmen von den Anforderungen und dem Druck der Beobachtung und Bewertung eines kurzfristig orientierten Aktienmarktes befreien.

⁸⁹ So wird auch in der Gesetzesbegründung zu den §§ 327 a ff. AktG darauf verwiesen, dass es aufgrund des aus der Beachtung zwingender minderheitsschützender Normen resultierenden kostspieligen Aufwandes ökonomisch unsinnig sei, sehr kleine Minderheiten in der Aktiengesellschaft zu belassen; vgl. BegrRegE, BT-Drucks. 14/7477, Allgemeiner Teil, S. 73.

⁹⁰ Eine ausführliche Beschreibung einer solchen Going Private Transaktion findet sich in „Barbarians at the Gate“ (Burrough/Helyar, 1990) anhand des Beispiels der Übernahme von RJR Nabisco durch Kohlberg Kravis.

C. Überblick über den Regelungsrahmen eines Going Private

I. Das Übernahmeverfahren nach dem WpÜG

1. Der Ablauf eines Übernahmeverfahrens

Ein freiwilliges öffentliches Übernahmeverfahren beginnt mit der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots. Diese Entscheidung hat der Bieter unverzüglich den betroffenen Börsen⁹¹ sowie der BaFin mitzuteilen und zu veröffentlichen (§ 10 WpÜG). Ferner hat der Bieter die Abgabe eines öffentlichen Angebots unmittelbar nach der Entscheidung zur Veröffentlichung dem Vorstand der Zielgesellschaft mitzuteilen (§ 10 Abs. 5 WpÜG).⁹²

Nach Veröffentlichung dieser Entscheidung hat der Bieter vier Wochen⁹³ Zeit, die Angebotsunterlage zu erstellen und der BaFin zu übermitteln (§ 14 Abs. 1 WpÜG). Dabei hat die Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG alle für ein öffentliches Angebot erforderlichen Angaben zu enthalten. Nach Übermittlung der relevanten Unterlagen hat die BaFin zehn Werktage⁹⁴ Zeit, die Angebotsunterlage zu überprüfen (§ 14 Abs. 2 WpÜG).⁹⁵ Enthält die Angebotsunterlage nicht die gemäß § 11 Abs. 2 WpÜG, § 2 WpÜG Angebots-VO erforderlichen Angaben oder verstoßen die in der Angebotsunterlage gemachten Angaben offensichtlich gegen Rechtsvorschriften, so hat die BaFin gemäß § 15 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpÜG die Veröffentlichung des Angebots zu untersagen.

⁹¹ Dies sind alle inländischen Börsen, an denen die Wertpapiere der Zielgesellschaft sowie gegebenenfalls die Wertpapiere des Bieters gehandelt werden.

⁹² Zu beachten ist, dass die Absicht des Bieters, ein Übernahmeangebot zu veröffentlichen, eine Insidertatsache im Sinne des § 13 WpHG darstellt. Die an der Entscheidungsfindung des Bieters beteiligten Personen haben daher über diese Tatsache Stillschweigen zu bewahren (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG).

⁹³ Diese Frist kann die BaFin auf Antrag um bis zu vier Wochen verlängern, sofern es sich um ein grenzüberschreitendes Angebot handelt oder die Durchführung des Angebots eine Kapitalmaßnahme auf Seiten des Bieters erfordert, § 14 Abs. 1 S. 3 WpÜG.

⁹⁴ Bei der Berechnung der 10-tägigen Frist werden Samstage mitberücksichtigt.

⁹⁵ Vgl. auch *Lenz/Linke*, AG 2002, S. 361 (362 f.).

Die Annahmefrist beträgt regelmäßig zwischen vier und zehn Wochen (§ 16 Abs. 1 WpÜG, „reguläre Annahmefrist“). Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Übernahmeangebot während der regulären Annahmefrist nicht angenommen haben, haben für den Fall, dass das Übernahmeangebot zu einem Kontrollwechsel geführt hat, die Gelegenheit, das Übernahmeangebot noch nach Ablauf der regulären Annahmefrist anzunehmen (§ 16 Abs. 2 WpÜG, „Zaunkönigregelung“).

2. Minderheitenschutz im Rahmen des Übernahmeverfahrens

a) Transparenzregeln

Nach § 11 Abs. 1 WpÜG muss die Angebotsunterlage sämtliche Angaben enthalten, die notwendig sind, um den Adressaten des Angebots⁹⁶ eine Entscheidung über das Angebot in Kenntnis der Sachlage zu ermöglichen. Die Angebotsunterlage hat in jedem Fall die in dem Katalog des § 11 Abs. 2, Abs. 3 WpÜG und § 2 WpÜG Angebots-VO enthaltenen Angaben aufzuweisen. Sind die in der Angebotsunterlage enthaltenen Angaben falsch oder unvollständig, so kann dies zu einer Haftung nach § 12 WpÜG führen.

Dem Transparenzgrundsatz des § 3 Abs. 2 WpÜG dient auch § 10 WpÜG, der den Bieter verpflichtet, seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen. Außerdem ist § 23 WpÜG zu beachten, der dem Bieter während des Laufs der Annahmefrist die Pflicht zur kontinuierlichen Meldung des Stands des Übernahmeverfahrens in Form von Veröffentlichungen der ihm und mit ihm gemeinsam handelnden Personen zustehenden Anteilen der Zielgesellschaft auferlegt.

b) Das Pflichtangebot

Als weiteres zentrales Instrument des Minderheitenschutzes hat der Gesetzgeber in den §§ 35 ff. des 5. Abschnitts des WpÜG das Pflichtangebot eingeführt, das im-

⁹⁶ D.h. den Inhabern der Wertpapiere der Zielgesellschaft.

mer dann ausgelöst wird, wenn ein Bieter außerhalb eines Übernahmeverfahrens die Kontrolle über die Zielgesellschaft erwirbt (§ 35 Abs. 2 i.V.m. § 29 Abs. 2 WpÜG). Der Bieter kann zwar wählen, ob er als Gegenleistung Geld oder liquide Aktien anbietet, aber die Bestimmung der Höhe des Angebots ist durch § 31 WpÜG fest vorgegeben.

c) Die Preisregelung

Nach § 31 Abs. 2 WpÜG hat der Bieter grundsätzlich die Wahl, ob er die Wertpapiere der Zielgesellschaft gegen Barzahlung („Kaufangebote“)⁹⁷ und/oder gegen Aktien („Tauschangebote“)⁹⁸ erwerben möchte.⁹⁹ Entscheidet sich der Bieter, Aktien anzubieten, so müssen sie insbesondere liquide und zum Handel an einem organisierten Markt innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums zugelassen sein (§ 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG).

Nach § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG hat der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft eine der Höhe nach angemessene Gegenleistung anzubieten. Sind die Aktien der Zielgesellschaft zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen, so hat die Gegenleistung mindestens dem nach dem Umsatz gewichteten Durchschnittsbörsenkurs¹⁰⁰ der Aktien innerhalb der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG bzw. § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG zu entsprechen (§ 5 Abs. 1 WpÜG Angebots-VO).¹⁰¹ Sind die Aktien der Zielgesellschaft illiquide, muss die Gegenleistung dem durch Bewertung ermittelten Unternehmenswert der Zielgesellschaft entsprechen (§ 5 Abs. 4 WpÜG Angebots-VO).

⁹⁷ Der im Rahmen eines solchen Kaufangebots angebotene Geldbetrag ist in der Währung Euro anzubieten.

⁹⁸ Hierzu kritisch *Diregger/Winner*, WM 2002, S. 1358 ff.

⁹⁹ Befürwortend: *Mühle*, S. 469.

¹⁰⁰ Dieser Durchschnittskurs wird ausschließlich von der BaFin ermittelt und von dieser auf ihrer Homepage www.bafin.de veröffentlicht.

¹⁰¹ Zustimmend *Mühle*, S. 470. Im Falle einer ausländischen Notierung der Aktien der Zielgesellschaft gilt Vergleichbares, jedoch findet in diesem Falle keine Gewichtung der Börsenkurse nach dem Umsatz statt (§ 6 Abs. 1 WpÜG Angebots-VO).

Neben der Orientierung der Gegenleistung an dem Drei-Monats-Durchschnittskurs der Aktie der Zielgesellschaft sind für die Ermittlung der Angemessenheit der Gegenleistung sämtliche Vorerwerbe (maßgeblicher Zeitraum seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der europäischen Übernahmerichtlinie 2004/25/EG¹⁰² („Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz“)¹⁰³: sechs Monate) sowie sämtliche Parallel- und Nacherwerbe (maßgeblicher Zeitraum: ein Jahr nach Veröffentlichung des Übernahmeergebnisses) des Bieters, einer mit ihm gemeinsam handelnden Person oder deren Tochterunternehmen zu berücksichtigen (§ 4 WpÜG Angebots-VO; § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG).¹⁰⁴

Ausgenommen von der Nachbesserungspflicht des § 31 Abs. 5 WpÜG sind Aktienenerwerbe, die im Zusammenhang mit Strukturveränderungen der Zielgesellschaft stehen, die den Erwerb von Aktien gesetzlich vorschreiben (§ 31 Abs. 5 S. 2 WpÜG).¹⁰⁵

d) Die Neutralitätspflicht

Nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG darf der Vorstand der Zielgesellschaft von der Ankündigung des Übernahme- oder Pflichtangebots bis zur Veröffentlichung des Übernahmeergebnisses keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte (Neutralitätspflicht). § 33 WpÜG enthält jedoch keine Reinform eines Vereitelungsverbots, sondern hat erhebliche Einschränkungen erfahren.¹⁰⁶ So sind beispielsweise nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG Ab-

¹⁰² RLNr. 2004/25/EC vom 21.4.2004, ABIEGNr. L142/12 vom 30.4.2004.

¹⁰³ BGBl. I 2006, S. 1426.

¹⁰⁴ Vgl. hierzu *Habersack*, ZIP 2003, S. 1123 (1124).

¹⁰⁵ Vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 56.

¹⁰⁶ Vgl. *Grunewald*, in Baums/Thoma, Kommentar zum WpÜG, § 33 Rn. 8.

wehrmaßnahmen zulässig, wenn sie mit vorheriger Zustimmung des Aufsichtsrats erfolgen.¹⁰⁷

Seit Inkrafttreten des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes haben Zielgesellschaften die Möglichkeit, sich im Wege einer Satzungsregelung für die Geltung des in der europäischen Übernahmerichtlinie 2004/25/EG enthaltenen „Verhinderungsverbots“, wonach Abwehrmaßnahmen der Organe der Zielgesellschaft gegenüber § 33 WpÜG eingeschränkt sind (§ 33a WpÜG n.F.), und/oder der dortigen „Durchbrechungsregel“, wonach satzungs- und schuldrechtliche Übernahmehindernisse außer Kraft gesetzt sind (§ 33b WpÜG n.F.), zu entscheiden (sog. „*Opt-In-Modell*“). Besteht eine entsprechende Satzungsregelung nicht, bestehen die Abwehrmöglichkeiten des § 33 WpÜG – insbesondere die Möglichkeit zur Vornahme einer Abwehrmaßnahme mit Zustimmung des Aufsichtsrats – unverändert fort.¹⁰⁸

3. Rechtsschutz der Aktionäre

Gegen Maßnahmen und Verfügungen, die seitens der BaFin vorgenommen oder unterlassen werden, besteht verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz nach §§ 41, 48 WpÜG.¹⁰⁹ Darüber hinaus besteht bezüglich der zivilrechtlichen Beziehungen der an dem Übernahmeverfahren Beteiligten gemäß § 66 WpÜG Rechtsschutz vor den

¹⁰⁷ Die Einführung dieses Ausnahmetatbestandes war heftig umstritten; siehe hierzu auch *Winter/Harbach*, ZIP 2002, S. 1 (8 ff.). Seit Inkrafttreten der EU-Übernahmerichtlinie (RLNr. 2004/25/EC vom 21.4.2004, ABIEGNr. L142/12 vom 30.4.2004), wonach Abwehrmaßnahmen mit Zustimmung des Aufsichtsrats nicht vorgesehen sind, steht jedoch fest, dass dieser Ausnahmetatbestand spätestens bis zum Ablauf der Frist zur Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht am 01.05.2005 aus dem WpÜG zu streichen ist.

¹⁰⁸ Siehe hierzu *van Kann/Just*, DStR 2006, S. 328 (329 ff.).

¹⁰⁹ Einzigiger Rechtsweg; ausschließliche Gerichtszuständigkeit des OLG Frankfurt/Main, § 48 Abs. 4 WpÜG; trotz der Zuständigkeit des OLG Frankfurt/Main handelt es sich um ein echtes Verwaltungsstreitverfahren, wie dies auch im Kartellbeschwerdeverfahren der Fall ist, vgl. *Schüppen/Schweizer*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, Öffentliche Übernahmeangebote, § 48 Rn. 1.

ordentlichen Gerichten.¹¹⁰ Letztlich besteht gegen die ordnungswidrigkeitenrechtlichen Entscheidungen der BaFin Rechtsschutz gemäß § 62 ff. WpÜG.¹¹¹

II. Die Techniken des Going Private

1. Das reguläre Delisting

a) Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen

Die kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen des regulären Delistings auf Antrag des Emittenten ergeben sich aus § 38 Abs. 4 BörsG. Danach steht der Zulassungswiderruf im pflichtgemäßen Ermessen der Zulassungsstelle der jeweiligen Wertpapierbörse, wobei zu berücksichtigen ist, dass der Widerruf dem Schutz der Anleger nicht widersprechen darf. Das BörsG lässt jedoch offen, unter welchen Umständen der Anlegerschutz durch einen Widerruf nicht verletzt wird¹¹² und überlässt die nähere Ausgestaltung den einzelnen BörsO.

b) Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen

Mangels einfachgesetzlicher Grundlage leitet der BGH unter Hinweis auf die Rechtsprechung des BVerfG aus Art. 14 Abs. 1 GG die Zuständigkeit der Hauptversammlung zur internen Entscheidung über ein Delisting ab. Da nach dem BVerfG an dem Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG auch die Verkehrsfähigkeit der Aktie teilnimmt¹¹³ und diese durch das Delisting beeinträchtigt bzw. aufgehoben wird, kann nach dem BGH nur die Hauptversammlung (mit einfacher Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals) darüber entscheiden.¹¹⁴ Aus denselben Gründen darf der Widerruf der Zulassung nach dem BGH nur gegen Erstat-

¹¹⁰ Gerichtsstand: Sitz der Zielgesellschaft.

¹¹¹ Strafrechtliche Sanktionen sind im WpÜG nicht vorgesehen; gleichwohl können im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeverfahren auch strafrechtliche Regelungen außerhalb des WpÜG relevant werden, vgl. zu Näherem *Rönnau*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, Vor § 60 Rn. 37 ff.

¹¹² Vgl. *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1281 Fn. 42).

¹¹³ *BVerfG*, ZIP 2000, S. 1670 (1672); *BGH*, ZIP 2003, S. 387 (389 f.).

tung des Verkehrswertes der Aktien im Rahmen eines „Pflichtangebots“¹¹⁵ durch die Gesellschaft oder den Großaktionär erfolgen. Schließlich muss eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der Gegenleistung (Spruchstellenverfahren) möglich sein.

Überzeugender lässt sich jedoch die Hauptversammlungskompetenz aus § 119 Abs. 2 AktG herleiten,¹¹⁶ da es sich bei der Delisting-Entscheidung um eine so wesentliche Entscheidung handelt, dass sie faktisch einer Strukturentscheidung gleichkommt.¹¹⁷ Andernfalls wäre der verfassungsrechtlich geforderte Schutz der Minderheit vor einem Machtmissbrauch der Mehrheit nicht gewährleistet.¹¹⁸

Da es sich bei den vom BGH in der *Macrotron*-Entscheidung formulierten Anforderungen an ein reguläres Delisting um eine richterliche Rechtsfortbildung handelt, die sich auf den in den §§ 29 Abs. 1 S. 1, 207 Abs. 1 S. 1 UmwG, 305 Abs. 1, 320 Abs. 1 S. 1 Nr. 2, 327 a Abs. 1 S. 1 AktG zum Ausdruck kommenden Rechtsgedanken stützt, erscheint es dogmatisch folgerichtig, eine Überprüfung der Höhe des dem Aktionär erstatteten Betrages im Rahmen des Spruchverfahrens zuzulassen.¹¹⁹

2. Kaltes Delisting

Für das kalte Delisting existieren keine speziellen börsenrechtlichen Regelungen. Ein solches Delisting liegt vor, wenn gesellschafts- oder umwandlungsrechtliche Umstrukturierungsmaßnahmen die gesellschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen einer bislang börsennotierten AG so verändern, dass die Voraussetzungen für eine Börsenzulassung nachträglich entfallen. Die Zulassungsstelle kann in diesem Falle die Zulassung unter den Voraussetzungen des § 38 Abs. 3 BörsG widerrufen.

¹¹⁴ BGH, ZIP 2003, S. 387 (389).

¹¹⁵ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390).

¹¹⁶ Vgl. BGHZ 83, S. 122 ff.

¹¹⁷ Henze, S. 141 ff.

¹¹⁸ Vgl. Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 (800).

a) Die Verschmelzung

Ein kaltes Delisting kann zunächst durch Verschmelzung herbeigeführt werden. Hier wird eine öffentlich gehandelte Aktiengesellschaft (Zielgesellschaft) auf einen nicht öffentlich gehandelten Rechtsträger gemäß §§ 2 ff. UmwG verschmolzen. Der erforderliche Verschmelzungsvertrag bedarf grundsätzlich der Zustimmung der Hauptversammlungen beider Gesellschaften mit einer Mehrheit von mindestens 75% des bei der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals (§ 65 Abs. 1 S. 1 UmwG).

Im Verschmelzungsvertrag ist den widersprechenden Aktionären der übertragenden Gesellschaft ein Abfindungsangebot zu unterbreiten (§ 29 Abs. 1 S. 1 UmwG). Voraussetzung dafür ist, dass die übertragende Gesellschaft in eine andere Rechtsform überführt wird (§ 29 Abs. 1 S. 1 UmwG) oder dass (bei gleicher Rechtsform) die Anteile des übernehmenden Rechtsträgers Verfügungsbeschränkungen unterworfen sind (§ 29 Abs. 1 S. 2 UmwG). Bei einer Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft müssen wohl die entsprechenden Vorgaben der *Macrotron*-Entscheidung des BGH beachtet werden.¹²⁰

b) Der Formwechsel

Der Formwechsel einer Aktiengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft anderer Rechtsform gem. §§ 190 ff. UmwG bedarf eines Hauptversammlungsbeschlusses, der gem. §§ 233 Abs. 2, 240 Abs. 1 UmwG mit einer Mehrheit von 75% des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals gefasst werden muss. Beim Formwechsel in eine GbR, oHG oder PartG müssen gemäß § 233 Abs. 1 UmwG alle Gesellschafter zustimmen. Erklären Aktionäre Widerspruch gegen den Umwandlungsbeschluss der Hauptversammlung, muss ihnen die Gesellschaft eine ange-

¹¹⁹ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390 f.). Zustimmend: *Grunewald*, ZIP 2004, 542 (543); *Henze*, FS f. Thomas Raiser (2005), S. 145, 161; *Seiffert*, Going Private und Anlegerschutz nach der *Macrotron*-Entscheidung des BGH, S. 178 f.; vgl. auch *BayOLG*, DB 2005, S. 214 ff.; a.A. *Schiffer/Goetz*, BB 2005, 453 (456).

¹²⁰ Vgl. *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (805); *Grunewald*, ZIP 2004, S. 542 (544).

messene Barabfindung anbieten (§ 207 UmwG).¹²¹ Die Angemessenheit des Barabfindungsangebots kann im Rahmen des Spruchverfahrens (§ 212 UmwG) überprüft werden. Insoweit sind Anfechtungsklagen gegen den Formwechselbeschluss gemäß § 210 UmwG ausgeschlossen.

c) Die Eingliederung

Die Eingliederung in eine andere Aktiengesellschaft ist möglich, wenn sich zumindest 95% der Aktien der Zielgesellschaft in der Hand der zukünftigen Hauptgesellschaft befinden (§ 319 AktG). Voraussetzung ist weiter, dass die Hauptversammlung der Zielgesellschaft mit einer Mehrheit von 75% des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals zustimmt (319 Abs. 2 AktG). Die Hauptversammlung der eingliedernden Gesellschaft muss nur mit einfacher Mehrheit des anwesenden Kapitals zustimmen.

Mit der Eintragung der Eingliederung scheiden die Minderheitsaktionäre aus der eingegliederten Gesellschaft aus. Ihre Anteile gehen automatisch auf die Hauptgesellschaft über (§ 320a AktG). Hierbei ist den Minderheitsaktionären eine angemessene Abfindung zu gewähren, die grundsätzlich aus Aktien an der Hauptgesellschaft bestehen muss (§ 320b Abs. 1 S. 1 und 2 AktG). Ein Anspruch auf Barabfindung kommt dann in Betracht, wenn die Hauptgesellschaft ihrerseits eine von einer anderen Gesellschaft abhängige Aktiengesellschaft ist (§ 320b Abs. 1 S. 3 AktG). Die Angemessenheit des Abfindungsangebots kann im Rahmen des Spruchverfahrens überprüft werden.

d) Die auflösende Übertragung

Nach § 179a AktG kann die Aktiengesellschaft ihr gesamtes Vermögen auf ein anderes Unternehmen übertragen. Danach muss zum Zwecke des Delistings ein Beschluss zur Auflösung der Gesellschaft nach § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG erfolgen (vgl. § 179 a Abs. 3 AktG). Der Kaufvertrag über die Übertragung der Einzelwirt-

¹²¹ Streit, ZIP 2002, S. 1279 (1281).

schaftsgüter bedarf eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses der börsennotierten Aktiengesellschaft gemäß § 179a Abs. 1 Satz 1 AktG mit einer Mehrheit von 75% der abgegebenen Stimmen. In einem weiteren Schritt hat ein Hauptversammlungsbeschluss über die Auflösung der Zielgesellschaft gemäß § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG mit der gleichen Mehrheit zu erfolgen.¹²²

e) Der Unternehmensvertrag

Durch den Abschluss von Unternehmensverträgen nach §§ 291 ff. AktG erwirbt ein herrschendes Unternehmen das Recht, in die Geschäfte des beherrschten Unternehmens (der Zielgesellschaft) einzugreifen. Voraussetzung dafür ist nach § 293 Abs. 1 S. 1 AktG ein Hauptversammlungsbeschluss mit einer Mehrheit von 75% des vertretenen Grundkapitals. Zum Schutz der Minderheitsaktionäre muss jeder Unternehmensvertrag u.a. eine Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines Minderheitsaktionärs dessen Aktien gegen eine im Unternehmensvertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG). Letztere Abfindung kann nach den Vorgaben des § 305 Abs. 2 AktG in Aktien oder in einer Barabfindung bestehen. Die Angemessenheit der Abfindung kann nur im Spruchverfahren überprüft werden (§§ 304 Abs. 3 S. 3, 305 Abs. 5 S. 2 AktG).

3. Squeeze-Out Verfahren

Als dritte Delisting-Möglichkeit kann die Hauptversammlung gemäß § 327 a AktG auf Verlangen eines Aktionärs, der mindestens 95% des Grundkapitals der Gesellschaft hält (sog. „Hauptaktionär“), die Übertragung der restlichen Aktien auf ihn gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Der Hauptaktionär selbst legt die Höhe der Barabfindung fest. Diese muss jedoch angemessen sein (§ 327a Abs. 1 S. 1 AktG). So müssen bei der Festlegung der Abfindungshöhe insbesondere die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der

¹²² BGH, DB 1988, S. 593 (594).

Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigt werden (§ 327b Abs. 1 S. 1 HS 2 AktG). Der Aktionär hat Anspruch auf den vollen Wert seiner Beteiligung. Dessen Untergrenze ist nach der Rechtsprechung des BVerfG¹²³ durch den Börsenkurs definiert, der nur dann unterschritten werden darf, wenn er ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (z.B. bei einer Marktenge).¹²⁴

Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere vom Gericht bestellte sachverständige Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 S. 2 u. 3 AktG). Die gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung erfolgt nach § 327f AktG ausschließlich im Spruchverfahren.

Im Anschluss an die Beschlussfassung der Hauptversammlung, für die gem. § 133 Abs. 1 AktG die einfache Mehrheit genügt, ist der Übertragungsbeschluss gemäß § 327e AktG zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden. Mit der Anmeldung hat der Vorstand gegenüber dem Registergericht eine Negativerklärung gemäß § 327e AktG i.V.m. § 319 Abs. 5 AktG abzugeben, dass keine Klage gegen die Wirksamkeit des Hauptversammlungsbeschlusses erhoben wurde. Liegt diese Negativerklärung nicht vor, darf der Squeeze-Out nicht eingetragen werden. Diese Registersperre kann allerdings im sog. Freigabeverfahren nach §§ 327e Abs. 2 i.V.m. 319 Abs. 6 S. 1 AktG überwunden werden.¹²⁵

Neben diesem aktienrechtlichen Squeeze-Out-Verfahren besteht seit Inkrafttreten des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes ferner die Möglichkeit eines sog. übernahmerechtlichen Squeeze-Out-Verfahrens (§ 39a WpÜG n.F.). Letzteres wird nicht im Wege eines Hauptversammlungsbeschlusses, sondern im Wege eines auf Antrag des Hauptaktionärs erlassenen Beschlusses des Landgerichts Frankfurt am Main vollzogen. Voraussetzung ist auch hier, dass dem Bieter nach einem vorangegangenen Übernahme- oder Pflichtangebot mindestens 95% der Aktien an der Zielgesellschaft gehören. Die im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out-Verfahrens zu gewährende Abfindung muss der Art nach stets der Gegenleistung

¹²³ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436 (1440 ff.) – DAT/Altana.

¹²⁴ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436 (1442) – DAT/Altana.

im Rahmen des vorangegangenen Übernahme- oder Pflichtangebots entsprechen und gilt unwiderleglich als angemessen, sofern der Bieter auf Grund des Angebots mindesten 90% der von dem Angebot betroffenen Aktien erworben hat. Ist dies nicht der Fall, muss die Angemessenheit der Abfindung im Verfahren über Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit (§ 39b WpÜG n.F.) bestimmt werden.

¹²⁵ Vgl. *Frhr. v. Schnurbein*, AG 2005, S. 725 ff.

Teil 2: Interessen der Beteiligten

A. Interessen und Ziele des Finanzinvestors und deren gesamtwirtschaftliche Legitimation

Die vorstehend in Kapitel 1-B genannten Motive für einen Going Private werden in der Regel dann relevant, wenn ein Hauptaktionär an der Gesellschaft beteiligt ist, der sich über die Vor- und Nachteile einer Börsennotierung Gedanken macht. Die überwiegende Mehrheit von Going Privates ist jedoch lediglich die Folge einer vorhergehenden Übernahme durch einen strategischen Investor¹²⁶ oder einen Finanzinvestor¹²⁷, der die vollständige Kontrolle über die Gesellschaft anstrebt und diese daher von der Börse zu nehmen beabsichtigt.¹²⁸ Nachfolgend sollen die Interessen und Ziele eines Finanzinvestors im Rahmen einer solchen Going Private Transaktion sowie insbesondere die Frage nach deren gesamtwirtschaftlicher Legitimation untersucht werden.

These 2:

Ein Finanzinvestor kann durch einen Börsenrückzug ungenutzte Wertpotentiale der Zielgesellschaft ausschöpfen.

I. Interessen und Ziele des Finanzinvestors

Die Motivation eines Finanzinvestors zur Initiierung einer Going Private Transaktion liegt in erster Linie darin, ein aus seiner Sicht unterbewertetes Unternehmen

¹²⁶ Strategische Investoren betreiben selbst ein operatives Geschäft und verfolgen bei dem Erwerb von Aktien einer Zielgesellschaft regelmäßig das strategische Ziel, das eigene operative Geschäft zu verstärken oder zu erweitern; vgl. *Eisele/Götz/Walter*, FB 2003, S. 479 (480).

¹²⁷ Finanzinvestoren, meist Private Equity oder Venture Capital Gesellschaften, sind auf Finanztransaktionen spezialisierte Beteiligungsgesellschaften, deren Spezialisierung darin besteht, aussichtsreiche Unternehmen zu identifizieren, durch unternehmerische Umstrukturierungen eine Wertsteigerung zu generieren und diese danach wieder zu veräußern; sie übernehmen im Gegensatz zu den strategischen Investoren die operative Führung der Geschäfte des Zielunternehmens nicht selbst; vgl. *Eisele/Götz/Walter*, FB 2003, S. 479 (481).

¹²⁸ Venture-Capital Magazin, April 2004, S. 110 (Verf.: *Wolfgang Blättchen/Alexander Götz*).

zu erwerben und dieses nach einer gewissen Zeit gewinnbringend zu veräußern.¹²⁹ Hierbei verfolgt er in der Regel ein Hauptziel: Er will, dass seine Beteiligung wächst, und zwar möglichst stark und schnell. Dafür geht er bewusst ein größeres unternehmerisches Risiko ein als ein strategischer Investor, erwartet dafür aber im Erfolgsfall auch einen entsprechend größeren Anteil am Gewinn. Damit ist er vorrangig an der Prosperität seiner Beteiligungen interessiert und stellt seine eigenen unternehmerischen Erfahrungen und sein beträchtliches, oft auch internationales Beziehungsnetzwerk dem Zielunternehmen zur Verfügung, ohne selbst operativ – z.B. in der Geschäftsführung des Zielunternehmens – tätig zu sein.

Zu einem Ausstieg des Finanzinvestors aus dem Unternehmen kommt es in der Regel dann, wenn dieses wieder profitabel geworden ist und die Beteiligung gewinnbringend veräußert werden kann; dies ist meist nach drei bis sieben Jahren der Fall. Hierbei stellen insbesondere der Verkauf an einen anderen (strategischen oder institutionellen) Investor, die Zerschlagung der Gesellschaft und die Veräußerung der Unternehmensteile¹³⁰ oder ein so genanntes Second Initial Public Offering, d.h. ein erneuter Börsengang der erfolgreich von der Börse genommenen und restrukturierten Gesellschaft, mögliche Exit-Strategien dar. Dennoch verfolgen Investoren mit einer Going Private Transaktion keineswegs immer eine bloße „Buy-low-sell-high-Strategie“. Vielmehr versuchen die Finanzinvestoren häufig, echte Erfolgchancen eines Unternehmens aufzuzeigen. Dabei kann es durchaus vorkommen, dass ein Teil des Unternehmens sofort in einem Trade Sale verkauft wird und der Finanzinvestor nur den verbleibenden Teil restrukturiert und weiterentwickelt.¹³¹

¹²⁹ Beermann/Masucci, FB 2000, S. 705 (705).

¹³⁰ Ein Beispiel für eine derartige Veräußerung der Anteile eines Going Private-Kandidaten findet sich bei dem Sanitärarmaturenhersteller Grohe AG. Nachdem das traditionelle Unternehmen aus dem Sauerland 1999 von dem Finanzinvestor BC Partners übernommen, in eine AG & Co. KG umgewandelt und sodann von der Börse genommen wurde, steht das ehemalige M-DAX Unternehmen nach umfassenden und weitreichenden Umstrukturierungsmaßnahmen mittlerweile kurz davor, Weltmarktführer in seinem Marktsegment zu werden. Während der Vorstand noch vor zwei Jahren damit rechnete, die Gesellschaft wieder an die Börse zu bringen, wurden die Gesellschaftsanteile nunmehr an ein Konsortium unter Führung der Finanzinvestoren Texas Pacific Group und CSFB Private Equity gewinnbringend veräußert. Diese haben nun eine Gesellschaft mit einem breiteren Sortiment, einer ausgeprägten Marktorientierung und einer besseren internationalen Präsenz erworben; vgl. Handelsblatt, 01.06.2004, S. 18 (o. Verf.); Börsen-Zeitung, 1.6.2004 (Verf.: Becker).

¹³¹ Inside Private Equity, März 2002, S. 2 (Verf.: Jamie Weir, Director Duke Street Capital).

Um während der mehrjährigen Halteperiode eine angemessene Rendite zu erwirtschaften, ist es das Ziel des Finanzinvestors, die versteckten und vom Kapitalmarkt nicht erkannten Wertpotentiale der Zielgesellschaft zu identifizieren und diese zu beheben. Hierfür sind in der Regel erhebliche Umstrukturierungen der Zielgesellschaft erforderlich. Um diese Umstrukturierungen möglichst problemlos und außerhalb des Lichts der Öffentlichkeit voranzutreiben sowie wirtschaftliche Entscheidungen unabhängig von den Interessen des Kapitalmarktes und der Minderheitsaktionäre treffen zu können,¹³² strebt ein Finanzinvestor in der Regel den Rückzug der übernommenen Gesellschaft von der Börse an. Dabei ist ein solcher Börsenrückzug keineswegs nur Selbstzweck. Vielfach ist er eine Nebenwirkung des Engagements des Investors oder gar eine Notwendigkeit zur Zielerreichung.¹³³ Ausschlaggebend für die Entscheidung des Finanzinvestors, einen Börsenrückzug anzustreben, sind daher insbesondere die folgenden Ziele:

1. Kontrolle über die Gesellschaft und das Management

In der Regel möchte der Finanzinvestor unbeschränkt von rechtlichen Restriktionen und Kontrollmöglichkeiten außenstehender Aktionäre Einfluss auf die Unternehmensentscheidungen der Gesellschaft nehmen.¹³⁴ Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass eine unmittelbare Einflussnahme des Investors auf die Organe der Gesellschaft möglich ist.

Dies ist in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft jedoch äußerst problematisch:¹³⁵ Gemäß § 76 Abs. 1 AktG leitet der Vorstand der Gesellschaft diese eigenverantwortlich. Er ist mithin weder an Weisungen des Aufsichtsrats oder der Hauptversammlung noch an Weisungen eines Großaktionärs gebunden.¹³⁶ Darüber hinaus unterbindet der in § 53a AktG verankerte Gleichbehandlungsgrundsatz die

¹³² *Beermann/Masucci*, FB 2000, S. 705 (706 f.).

¹³³ v. *Braunschweig*, M&A-Review 1999, S. 165 (165); *Beermann/Masucci*, FB 2000, S. 705 (706).

¹³⁴ *Kleppe*, S. 26; v. *Braunschweig*, M&A-Review 1999, S. 165 (165);

¹³⁵ Vgl. *Mühle*, S. 119 f.

¹³⁶ *Beermann/Masucci*, FB 2000, S. 705 (706); *Kleppe*, S. 26.

Ausrichtung der Geschäftspolitik an den Interessen einzelner Großaktionäre. Auch eine Einflussnahme über den Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft kann nur indirekter Natur sein: Dessen Aufgaben beschränken sich auf die Bestellung (§ 84 Abs. 1 AktG) und die Überwachung (§ 111 Abs. 1 AktG) des Vorstandes. Ferner ist die Abberufung der Aufsichtsratsmitglieder vor Ablauf ihrer regulären Amtszeit nur durch das Gericht auf Antrag des Aufsichtsrats bei Vorliegen eines wichtigen Grundes möglich (§ 103 Abs. 3 AktG). Eine direkte Neubesetzung des Aufsichtsrats nach den Vorstellungen des Finanzinvestors unmittelbar nach dessen Kontrol-lerlangung über die Zielgesellschaft ist daher in der Regel nur dann möglich, wenn die derzeitigen Aufsichtsratsmitglieder ihr Amt freiwillig niederlegen.¹³⁷

In der Praxis dürfte der Vorstand jedoch regelmäßig auch im Falle einer Neubesetzung des Aufsichtsrats an seiner Wiederernennung interessiert sein. In wichtigen Angelegenheiten dürfte der Mehrheitsaktionär demnach zumindest in gleicher Weise wie die Mitglieder des Aufsichtsrats in die Meinungsbildung des Vorstandes einbezogen werden und entsprechenden Einfluss auf diese Meinungsbildung ausüben können.¹³⁸

Im Ergebnis kann sich eine direkte Einflussnahme des Investors auf die Organe der Gesellschaft als schwierig gestalten – rechtlich durchsetzbar ist sie jedenfalls nicht. So trägt auch die jüngst weltweit anhaltende Corporate Governance Diskussion nicht dazu bei, dass sich diese Situation zugunsten eines Finanzinvestors ändert. Im Gegenteil: Aufgrund der erheblichen Haftungsrisiken werden Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft noch verstärkter Wert darauf legen, ihre Eigenverantwortlichkeit zu wahren. Lediglich dann, wenn die Organe der Gesellschaft und der Finanzinvestor als neuer Hauptaktionär in einer loyalen Beziehung zueinander stehen, mag eine gewisse Beeinflussung der Unternehmensleitung möglich sein.

¹³⁷ *Beermann/Masucci*, FB 2000, S. 705 (706).

¹³⁸ *Henn*, AG 1985, S. 240 (246 f.).

2. Zugriff auf das Vermögen und die Liquidität der Zielgesellschaft

Ist eine Einflussnahme auf die Geschäftsführung der Zielgesellschaft erreicht, kann ein weiteres Ziel der Going Private Transaktion verwirklicht werden: die Gewährung eines Zugangs zu dem Vermögen der Gesellschaft.¹³⁹ Ein solcher Zugang ist für den Finanzinvestor insbesondere im Hinblick auf die Bedienung und Besicherung des für den Erwerb der Zielgesellschaft notwendigen Fremdkapitals von Bedeutung.

Zu beachten ist jedoch, dass sich ein solcher Zugriff auf das Vermögen einer Aktiengesellschaft aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Kapitalschutzvorschriften, die gewährleisten sollen, dass das Vermögen der Gesellschaft deren Gläubigern haftet, als schwierig gestaltet. So verbietet das Aktiengesetz außer der ordnungsgemäßen Verteilung des Bilanzgewinns (§ 57 Abs. 3 AktG) die Ausschüttung von Leistungen der Gesellschaft an ihre Aktionäre. Eine Ausnahme hierzu stellen lediglich Transaktionen zu marktüblichen Konditionen dar.¹⁴⁰ Darüber hinaus ist § 71a AktG zu beachten, der die Gewährung von Sicherheiten oder Darlehen an einen anderen zum Zwecke des Erwerbs von Aktien der Gesellschaft verbietet.¹⁴¹

3. Herausdrängen der Minderheitsaktionäre

Ein weiteres Ziel des Finanzinvestors, welches er durch einen Going Private zu realisieren beabsichtigt, ist ein nach Möglichkeit vollumfängliches Herausdrängen der Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft. Grund hierfür sind zum einen direkte Kostenersparnisse, die ein Hauptaktionär nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre realisieren kann.¹⁴² So verursachen Minderheitsaktionäre einen kostenintensiven Formalaufwand, der sich aus der Beachtung zwingender Normen des Minder-

¹³⁹ Kleppe, S. 26; Beermann/Masucci, FB 2000, S. 705 (706).

¹⁴⁰ „At arm's length“; vgl. Lutter, in Zöllner, Kölner Kommentar zum AktG, § 57 Rn. 15; Hüffer, AktG, § 57 Rn. 8.

¹⁴¹ v. Braunschweig, M&A Review 1999, S. 165 (166, Fn. 3); Hüffer, AktG, § 71 a Rn. 3.

¹⁴² Moser/Prüher, FB 2002, S. 361 (361).

heitenschutzes ergeben.¹⁴³ Diese im Aktiengesetz verankerten Vorschriften sind selbst dann zu beachten, wenn es sich bei der außenstehenden Minderheit zahlenmäßig nur noch um einen einzigen Aktionär handeln sollte. Diesem stehen weiterhin alle Rechte eines Aktionärs – namentlich das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung, das Stimmrecht für die zu fassenden Beschlüsse, das Anfechtungsrecht sowie das Informations- und Auskunftsrecht¹⁴⁴ – zu. Der Vorstand ist daher gezwungen, kostspielige Veröffentlichungs-, Berichts- und Beschlussfassungsvorschriften zu beachten. So hat er beispielsweise vor Durchführung einer Hauptversammlung umfangreiches Datenmaterial, schriftliche Berichte und Stellungnahmen sowie mündliche Erläuterungen im Hinblick auf die Gesellschaft und die zu beschließenden Maßnahmen vorzubereiten. Dies gilt auch dann, wenn der Finanzinvestor bereits über weit mehr als die für Grundlagenentscheidungen und strukturändernde Maßnahmen erforderliche Mehrheit von 75% des Grundkapitals verfügt, da weiterhin über jede in die Kompetenz der Hauptversammlung fallende Maßnahme eine Beschlussfassung derselben über diese Maßnahme erforderlich ist. Der hierdurch verursachte Zeit- und Kostenaufwand kann daher insbesondere dann, wenn nur noch ein geringer Anteil an Minderheitsaktionären an der Gesellschaft beteiligt ist, lästig und unverhältnismäßig sein.¹⁴⁵ Zu vermeiden ist dieser Aufwand allein im Falle eines vollständigen Anteilsbesitzes durch einen Finanzinvestor.¹⁴⁶

Neben diesen direkten Kosteneinsparungen resultieren aus einem Ausschluss von Minderheitsaktionären für den Finanzinvestor auch mittelbare Vorteile. So kann die Flexibilität bei komplexen Unternehmensentscheidungen gesteigert werden, da die Unternehmensführung nicht länger auf die Interessen der Minderheitsaktionäre

¹⁴³ Neye, in Hirte, WpÜG Gesetzestexte – Quellen – Materialien, S. 25 (25).

¹⁴⁴ § 131 AktG sowie die speziellen Auskunftsrechte nach § 293g Abs. 3, § 319 Abs. 3 S. 4 AktG, § 64 Abs. 2 UmwG.

¹⁴⁵ So wird auch in der Gesetzesbegründung zu den §§ 327 a ff. AktG darauf verwiesen, dass es aufgrund des aus der Beachtung zwingender minderheitsschützender Normen resultierenden kostspieligen Aufwandes ökonomisch unsinnig sei, sehr kleine Minderheiten in der Aktiengesellschaft zu belassen; vgl. BegrReGE, BT-Drucks. 14/7477, Allgemeiner Teil, S. 73.

¹⁴⁶ So entfällt beispielsweise beim Abschluss eines Unternehmensvertrages die Pflicht zur Berichterstattung des Vorstandes. Ferner bestehen erhebliche Erleichterungen im Hinblick auf Formvorschriften im Falle einer Verschmelzung, vgl. § 5 Abs. 2, § 8 Abs. 3, § 9 UmwG.

Rücksicht nehmen muss und eine zeitintensive Auseinandersetzung mit Kleinaktionären entfällt.¹⁴⁷ Diese erhöhte Flexibilität erlangt insbesondere im Falle der Entscheidung der Hauptversammlung über eine Kapitalerhöhung an Bedeutung, sofern diese zur Ausnutzung vorteilhafter Emissionsbedingungen oder zur Realisierung günstiger Investitionsprojekte schnell beschlossen und durchgeführt werden soll.¹⁴⁸

Hinzu kommt, dass sich Vorstand und Hauptaktionär trotz der Tatsache, dass Beschlüsse in der Hauptversammlung mit überwältigender Mehrheit gefasst werden können, dem Risiko ausgesetzt sehen, mit einer unter Umständen auch „provozierenden“ Anfechtungsklage konfrontiert zu werden, die die Umsetzung der Beschlüsse erheblich verzögert oder gar gänzlich unmöglich machen kann.¹⁴⁹ Grund hierfür ist, dass nach aktien- und umwandlungsrechtlichen Bestimmungen zahlreiche Rechte eines Aktionärs nicht an ein bestimmtes Quorum gebunden sind, sondern, wie etwa das Recht zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen, schon bei Besitz einer Aktie ausgeübt werden können.¹⁵⁰ Hinzu kommt, dass das Kostenrisiko des Anfechtungsklägers wegen der gesetzlichen Streitwertregelung in § 247 AktG begrenzt ist und eine besondere Haftungsnorm, wie sie in § 200 Abs. 2 des Aktiengesetzes von 1937 enthalten war,¹⁵¹ keinen Eingang in das Aktiengesetz von 1965 gefunden hat.¹⁵² So hat sich in Deutschland bereits eine Gruppe von „Be-

¹⁴⁷ Krieger, BB 2002, S. 53 (53).

¹⁴⁸ Moser/Prüher, FB 2002, S. 361 (361); Kleppe, S. 25; vgl. auch Handelsblatt v. 21. März 2002, S. 41 (Verf.: Arnold). Gleiches gilt, wenn Barkapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre durchgeführt werden sollen; auch dies ist ohne Rücksichtnahme auf die Belange der Minderheitsaktionäre wesentlich einfacher zu realisieren.

¹⁴⁹ Vetter, ZIP 2000, S. 1817 (1818); Neye, in Hirte, S. 25 (25).

¹⁵⁰ Siemes, S. 179.

¹⁵¹ Hiernach waren die Kläger für einen Schaden der Gesellschaft aus unbegründeter Anfechtung als Gesamtschuldner verantwortlich, sofern ihnen Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorgeworfen werden konnte.

¹⁵² Krieger, ZHR 1999, S. 343 (360). Ausweislich der Begründung des Regierungsentwurfs zum AktG 1965 hat der Gesetzgeber bewusst davon abgesehen, „das Anfechtungsrecht des Aktionärs zu erschweren“. „Dieses Recht ist die wirksamste Waffe des Aktionärs. Wirklich missbräuchliche Anfechtungsklagen sind in den letzten Jahren nicht bekannt geworden.“; vgl. BegrRegE, BT-Drucks. 4/171, abgedruckt in Kropff, Aktiengesetz, 1965, S. 332 ff. Zwar ist richtig, dass die Rechtsprechung des BGH bezüglich des Vorwurfs eines Missbrauchs im Anfechtungsrecht äußerst zurückhaltend war, vgl. z.B. BGHZ 33, S. 175 (186 f.); BGHZ 36, S. 121 ff. Dies heißt jedoch keineswegs, dass ein „Ausverkauf“ von Anfechtungsklagen nicht auch schon zu dieser Zeit stattgefunden hätte; vgl. Boesebeck, AG 1963, S. 203 ff.

rufsopponenten“ und so genannten „räuberischen Aktionären“ herausgebildet, die ihre unter Vermögensaspekten untergeordnete Rolle dazu missbrauchen, die Unternehmensführung des Großaktionärs unter Ausnutzung ihrer aktienrechtlichen Klage- und Anfechtungsrechte zu behindern und die Durchführung wirtschaftlich sinnvoller und notwendiger Strukturmaßnahmen zu blockieren. Ziel einer solchen Blockade ist häufig, die Gesellschaft zu finanziellen Zugeständnissen zu bewegen und sich von dieser den „Lästigkeitswert“ ihrer Klage abkaufen zu lassen.¹⁵³

In diesem Zusammenhang kommt der Tatsache besondere Bedeutung zu, dass sämtliche wichtigen Strukturmaßnahmen – sei es die Verschmelzung, die Spaltung, die Vermögensübertragung oder der Formwechsel gemäß dem UmwG, oder die Eingliederung, der Unternehmensvertrag oder die Satzungsänderung sowie Maßnahmen zu Kapitalbeschaffung und -herabsetzung nach dem AktG – neben der Zustimmung der Hauptversammlung zu ihrer Wirksamkeit zwingend der Eintragung in das Handelsregister bedürfen.¹⁵⁴ Angesichts dieses Erfordernisses stellt sich das grundsätzlich uneingeschränkte Anfechtungsrecht eines jeden einzelnen Aktionärs als problematisch dar: Anfechtungsklagen gegen die entsprechenden Beschlüsse verursachen eine tatsächliche¹⁵⁵ bzw. faktische¹⁵⁶ Registersperre, die nur schwer zu überwinden ist und regelmäßig zu einem Zeitverlust von zumindest

¹⁵³ Zusammenfassend: *Kiethe*, NZG 2004, S. 489 (490); vgl. hierzu auch v. *Schwichtenberg*, DStR 2001, S. 2075 (2076); *Schmidt*, in Hopt/Wiedemann, Großkommentar zum AktG, § 245 Rn. 48. Einen rechtshistorischen Überblick zur missbräuchlichen Verwendung von Anfechtungsklagen liefert *Baums*, Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen, S. 83 ff.

¹⁵⁴ Vgl. z.B. §§ 20, 131, 202 UmwG bzw. §§ 320a, 294 Abs. 2, 181 Abs. 3, 189, 197, 203, 211 AktG.

¹⁵⁵ So für z.B. für Umwandlungen, Spaltungen oder Vermögensübertragungen nach dem UmwG; hier kann das Unternehmen jedoch ein Unbedenklichkeitsverfahren nach § 16 Abs. 3 UmwG einleiten, um so trotz anhängiger Anfechtungsklage eine Eintragung des Beschlusses zu erwirken (so erstmalig im Falle der Verschmelzung Thyssen-Krupp).

¹⁵⁶ So z.B. für Satzungsänderungen, Unternehmensverträge oder Kapitalmaßnahmen, bei denen das Registergericht die Eintragung bis zur rechtskräftigen Entscheidung über die Anfechtungsklage aussetzen kann (§ 127 FGG); von diesem Recht macht das Registergericht aufgrund der Tatsache, dass es sich bei einer Eintragung trotz anhängigem Anfechtungsprozess dem Risiko eines persönlichen Amtshaftungsanspruchs aussetzt, in der Praxis regelmäßig Gebrauch. Seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Stärkung der Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) ist jedoch zumindest für Kapitalmaßnahmen und Unternehmensverträge die Möglichkeit eines sich an den Regelungen des § 16 Abs. 3 UmwG orientierendes Freigabeverfahrens geschaffen worden, welches die Eintragung des entsprechenden Beschlusses möglicherweise etwas beschleunigen kann.

mehreren Monaten führt.¹⁵⁷ Eine derartige Verzögerung der Implementierung der in Rede stehenden Maßnahme, die unter dem Damoklesschwert der möglichen endgültigen Nicht-Eintragung steht, verursacht nicht nur Kosten, sondern führt auch zu einer Verunsicherung der Führungskräfte, Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten. Im schlimmsten Fall kann eine solche Verzögerung ein Unternehmen sogar in den Ruin treiben.¹⁵⁸

Zwar ist durch Inkrafttreten des Gesetzes zur Stärkung der Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Anfechtungsverfahrens (UMAG)¹⁵⁹ am 1.11.2005 die Möglichkeiten missbräuchlicher Anfechtungsklagen reduziert worden: So wird beispielsweise nach dem neuen § 243 Abs. 4 S. 2 AktG das Anfechtungsrecht bei abfindungswertbezogenen Informationsmängeln eingeschränkt, sofern das Gesetz für Bewertungsrügen ein Spruchverfahren vorsieht.¹⁶⁰ Auf unrichtige, unvollständige oder unzureichende Informationen über die Ermittlung, die Höhe oder die Angemessenheit von Ausgleich, Abfindung, Zuzahlung oder einer sonstigen Kompensation zugunsten der Aktionäre kann eine Anfechtungsklage allerdings nur dann nicht gestützt werden, wenn es sich um unrichtige oder unvollständige Informationen in der Hauptversammlung handelt.¹⁶¹ Gesetzlich vorgeschriebene Berichtspflichten, die vor und außerhalb der Hauptversammlung zu erfüllen sind, werden von der Ausschlussregelung dagegen weiterhin nicht erfasst.

Durch das UMAG wurde außerdem ein Freigabeverfahren für Kapitalmaßnahmen und Unternehmensverträge eingeführt (§ 246a AktG). Ein solches Eilverfahren¹⁶² nach dem Vorbild der §§ 319 Abs. 4 AktG, 16 Abs. 3 UmwG hatte sich in der Vergangenheit jedoch häufig als langwierig erwiesen.¹⁶³ Der Erfolg der Neuregelung hängt deshalb angesichts des enormen Zeitdrucks, unter dem die Gesellschaf-

¹⁵⁷ Baums, S. 83 ff.

¹⁵⁸ Siehe z.B. aktuell zum Fall Karstadt-Quelle: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 25.11.2004 („Ein Kleinaktionär kann ein Unternehmen in den Ruin treiben“; Verf.: Jahn).

¹⁵⁹ BGBl. I 2005, S. 2802.

¹⁶⁰ Vgl. Heinrich/Theusinger, BB 2006, S. 449 (450 f.).

¹⁶¹ Vgl. Wittgens, Das Spruchverfahrensgesetz, S. 32 f.

¹⁶² Schütz, DB 2004, S. 419 (423).

ten häufig stehen,¹⁶⁴ von der Dauer des Freigabeverfahrens in der Praxis ab. Insofern sieht das Gesetz zwar eine Entscheidung des Gerichts innerhalb von 3 Monaten seit Antragstellung vor. Das Gericht kann diese Frist jedoch durch einen zu begründenden Zwischenbescheid (§ 246a Abs. 3 S. 5 HS. 2 AktG) selbst verlängern.¹⁶⁵

Aber selbst dann, wenn die Wirksamkeit einer Maßnahme nicht von deren Eintragung in das Handelsregister abhängt, kann eine Anfechtungsklage einen erheblichen „Lästigkeitswert“ entfalten. So steckt der Vorstand beispielsweise bei Strukturveränderungen im Sinne der „Holzmüller“-Entscheidung¹⁶⁶ in einem Entscheidungsdilemma: Entscheidet er sich im Interesse des Unternehmens dazu, die geplante Maßnahme trotz drohender oder bereits erhobener Anfechtungsklage umzusetzen, sieht er sich der Gefahr ausgesetzt, dass er im Falle eines späteren für den Aktionär erfolgreichen Anfechtungsurteils von der unterliegenden Gesellschaft persönlich in Anspruch genommen wird (§ 93 AktG). Unterlässt er hingegen die geplante Strukturveränderung und wartet stattdessen mit deren Vollzug bis zu einem rechtskräftigen Abschluss des Anfechtungsprozesses, kann sich deren Umsetzung unter Umständen um Jahre verzögern.¹⁶⁷ Zu diesem Zeitpunkt mag eine ursprünglich aus wirtschaftlichen, geschäftspolitischen oder strategischen Gründen sinnvolle Maßnahme nicht mehr realisierbar sein.

Durch diese der Anfechtungsklage innewohnende „Hebelwirkung“ werden missbräuchliche Anfechtungsklagen geradezu herausgefordert; insbesondere bereitet es

¹⁶³ Vgl. Baums, S. 179; Lutter, JZ 2000, S. 837 (840).

¹⁶⁴ Kiethe, NZG 2004, S. 489 (490).

¹⁶⁵ Siehe dazu: Heinrich/Theusinger, BB 2006, 449, 452. Zu weiteren Veränderungen durch das UMAG siehe z.B. Hirschberger/Weiler, DB 2004, S. 1137 ff.; Kiethe, NZG 2004, S. 489 ff.; Meilicke/Heidel, DB 2004, S. 1479 ff.

¹⁶⁶ BGHZ 83, S. 122 = WM 1982, S. 388 ff. = AG 1982, S. 158 ff. = NJW 1982, S. 795 ff.; vgl. hierzu auch die neuere Rechtsprechung des BGH vom 26. April 2004 („Gelatine“), AZ: II ZR 154/02 und II ZR 155/02, u.a. abgedruckt in BB 2004, S. 1182 ff.; vgl. hierzu auch Götze, NZG 2004, S. 585 ff.

¹⁶⁷ Ebenso bringt eine Anfechtung der Wahl des Aufsichtsrats aufgrund der Rückwirkung eines möglicherweise stattgebenden Anfechtungsurteils einen Unsicherheitsfaktor mit sich, der während des „Schwebezustands“ des laufenden Anfechtungsverfahrens die Legitimation des betreffenden Aufsichtsratsmitglieds in Frage stellt; vgl. BGH, WM 1975, S. 787 (789 f.).

„räuberischen Aktionären“, die die Erhebung von Anfechtungsklagen als „Einkommensquelle“ entdeckt haben, keine Schwierigkeiten, den Vorstand einer Gesellschaft zu finanziellen Zugeständnissen zur Vermeidung einer Anfechtungsklage zu bewegen. Auch wenn derartige Zugeständnisse sowohl gegen das Gebot der Gleichbehandlung aller Aktionäre (§ 53a AktG) als auch gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG) verstoßen,¹⁶⁸ ist es aus ökonomischer Sicht für ein Unternehmen weitaus sinnvoller, sich den Weg für eine eilige Strukturmaßnahme freizukaufen.

Um einem solchen Verhalten entgegenzuwirken, wird ein Finanzinvestor schon allein im Rahmen seines Risikokalküls versuchen, Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft zu drängen. Nur so kann er die von ihm geplanten Struktur- und Satzungsänderungen, für die er nach den Regelungen des Aktiengesetzes die Zustimmung der Hauptversammlung benötigt, ohne Verzögerung oder Behinderung der beschlossenen Maßnahme aufgrund der Anfechtung seitens eines Minderheitsaktionärs durchführen.

Darüber hinaus ist aus Sicht des Finanzinvestors die Tatsache bedeutend, dass dann, wenn er 100% der Anteile des Zielunternehmens hält, sämtliche Rückflüsse und Erträge aus der Investition bei ihm selbst anfallen. Im Ergebnis muss der Finanzinvestor daher Wertsteigerungen, die er durch sein Engagement in der Zielgesellschaft erwirtschaftet, nicht mit Minderheitsaktionären teilen, welche zu dem neuen Erfolg der Gesellschaft nichts beigetragen haben.¹⁶⁹

4. Steuerliche Optimierung der Transaktion

Die herkömmlichen Möglichkeiten, den durch den Erwerb der Zielgesellschaft bei dem Finanzinvestor entstandenen Beteiligungsbuchwert in steuerliches Abschreibungsvolumen umzusetzen („Step up“¹⁷⁰), sind durch das am 1. Januar 2001 in

¹⁶⁸ Vgl. hierzu *Kiethe*, NZG 2004, S. 489 (491 f.); *Lutter*, in *Kölner Kommentar zum AktG*, § 57 Rn. 5, 8.

¹⁶⁹ *Kleppe*, S. 25.

¹⁷⁰ Vgl. hierzu ausführlich *Bruski*, FR 2002, S. 181 ff.

Kraft getretene Steuersenkungsgesetz¹⁷¹ entfallen. Um einen solchen Step-Up auch weiterhin zu ermöglichen, werden nunmehr andere Modelle diskutiert,¹⁷² denen jedoch noch eine erhebliche Rechtsunsicherheit zugrunde liegt. Ebenso wurde durch Einführung des Halbeinkünfteverfahrens im Jahre 2001 die Möglichkeit beseitigt, bei einer formwechselnden Umwandlung bestehendes Körperschaftsteuerguthaben an die Aktionäre auszukehren. Letztlich ist seit 2002 bei der Gestaltung der Transaktion die Gefahr der steuerlichen Mehrbelastung durch die nochmalige Besteuerung der stillen Reserven bei der formwechselnden Umwandlung zu beachten.

Erhebliche Beachtung findet jedoch nach wie vor die Möglichkeit, durch die Erhöhung der Verschuldung des Zielunternehmens im Zusammenhang mit einem Leveraged Buy Out¹⁷³ die Steuerbemessungsgrundlage durch die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen zu senken. Eine derartige steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen kann beispielsweise durch einen „Downstream Merger“¹⁷⁴ oder durch Herbeiführung einer steuerlichen Organschaft¹⁷⁵ auch auf Ebene des erwerbenden Finanzinvestors geschaffen werden.¹⁷⁶

Insgesamt ist jedoch festzustellen, dass durch die Steuergesetzgebung der letzten Jahre die Erwerber eines Unternehmens unter steuerlichen Gesichtspunkten heute deutlich schlechter gestellt sind als zuvor. Going Private Transaktion, die ein Finanzinvestor allein aus steuerlichen Gründen initiiert, wird es daher heute nicht mehr geben. Vielmehr wird ein Investor lediglich versuchen, im Rahmen einer aus anderen Gründen geplanten Going Private Transaktion die für ihn günstigste Steuerstruktur zu finden.

¹⁷¹ Steuersenkungsgesetz vom 23. Oktober 2000, BGBl. I 2000 S. 1433

¹⁷² Z.B. Organschaftsmodell, KGaA-Modell etc.; vgl. hierzu ausführlich *Blumers/Beinert/Witt*, DStR 2001, S. 233 ff.

¹⁷³ Siehe hierzu unten Teil 3.A.III.

¹⁷⁴ D.h. die Beteiligungsgesellschaft wird auf das Zielunternehmen verschmolzen.

¹⁷⁵ Durch Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages.

¹⁷⁶ *Eisele/Götz/Walter*, FB 2003, S. 479 (481); *Siemes*, S. 181; *Tiefenbacher/Turwitt*, M&A Review 1999, S. 309 (310 f.).

5. Operative Steigerung des Unternehmenswertes durch Ausschöpfung ungenutzter Wertpotentiale

Ferner beabsichtigt der Finanzinvestor durch eine Going Private Transaktion, durch Ausnutzung ungenutzter Wertpotentiale eine operative Steigerung des Unternehmenswertes zu erzielen. Derartige unausgeschöpften Wertpotentiale der Gesellschaft entstehen insbesondere dann, wenn wirtschaftlich sinnvolle Investitionen in bestimmten Geschäftsfeldern des Unternehmens sowie die Verfolgung bestimmter Unternehmensstrategien aufgrund von kurz- oder mittelfristigen Kapitalmarkttrends von der Börse nicht hinreichend honoriert werden und diese in der Vergangenheit daher bisher unterblieben sind. Eine Ausschöpfung derartiger Potentiale wird in der Regel durch vier typische Strategien zu verwirklichen sein:¹⁷⁷

Zunächst bietet das Zielunternehmen in der Regel eine gute Plattform, mittels weiterer Akquisitionen eine bestimmte Branche zu konsolidieren und Synergien zwischen dem Zielunternehmen und den bereits im Portfolio des Finanzinvestors befindlichen Unternehmen herbeizuführen („Buy and Build Strategie“).

Darüber hinaus ist das Zielunternehmen häufig in einer Vielzahl von nicht synergetisch miteinander verbundenen Geschäftsfeldern tätig. Stellt sich heraus, dass der strategische Wert einzelner Unternehmensteile für andere Investoren höher ist als für das Zielunternehmen selbst, kann durch die teilweise Zerschlagung des Unternehmens und die Veräußerung einzelner Unternehmensteile an unterschiedliche Käufer ein möglicherweise nicht unerhebliches Wertpotential freigesetzt werden. Eine derartige Veräußerung einzelner Unternehmensteile hat ferner den Vorteil, dass hierdurch Kostensenkungen über den Abbau von Personal sowie über eine Verbesserung der Arbeitsabläufe in Betracht kommen.

Strukturelle Ineffizienzen eines Unternehmens, die zum Teil zu unausgeschöpften Wertpotentialen der Gesellschaft führen, können ferner dadurch behoben werden, dass das Management der Gesellschaft an dem unternehmerischen Risiko der Ziel-

¹⁷⁷ Beermann/Masucci, FB 2000, S. 705 ff.

gesellschaft beteiligt wird. Ferner sollte über eine aktive Aufsichtsratsarbeit eine effiziente Kontrolle des Managements erreicht werden. So können interne, bisher verdeckte Potentiale der Gesellschaft besser genutzt werden.

Letztlich verfügt die Zielgesellschaft häufig über eine suboptimale Kapitalstruktur. Im Falle einer geringen Verschuldung und eines stabilen Cash-Flows entsteht ein signifikantes Leverage-Potential.¹⁷⁸

6. Zusammenfassung

Die Motivation eines Finanzinvestors zur Initiierung einer Going Private Transaktion liegt in erster Linie darin, ein aus seiner Sicht unterbewertetes Unternehmen zu erwerben und dieses nach einer gewissen Zeit gewinnbringend zu veräußern.¹⁷⁹ Zur Erzielung einer angemessenen Rendite werden von ihm die versteckten und vom Kapitalmarkt nicht erkannten bzw. nicht ausgeschöpften Wertpotentiale der Zielgesellschaft, welche beispielsweise durch eine aufgezwungene Orientierung börsennotierter Unternehmen an kurz- oder mittelfristigen Kapitalmarkttrends entstehen, identifiziert und zur Geltung gebracht. Diese kann ein Finanzinvestor beispielsweise durch „Buy and Build Strategien“, Veräußerung einzelner Unternehmensteile, Beteiligung des Managements am unternehmerischen Risiko der Zielgesellschaft sowie durch eine aktive Aufsichtsratsarbeit ausschöpfen. Die dafür erforderlichen Umstrukturierungen der Zielgesellschaft können am besten außerhalb des Lichts der Öffentlichkeit und damit außerhalb des Kapitalmarktes vorangetrieben werden.

Im Idealfall ergibt sich für den Finanzinvestor zusätzlich die Möglichkeit des Erwerbs eines vollständigen Anteilsbesitzes.¹⁸⁰ Zu einem kann er so kost- und zeitspielige Veröffentlichungs-, Berichts- und Beschlussfassungspflichten vermeiden. Zum anderen lässt sich auf diese Weise die Gefahr reduzieren, dass sog. „räu-

¹⁷⁸ Siehe hierzu näher unten Teil 3.A.III.

¹⁷⁹ *Beermann/Masucci*, FB 2000, S. 705 (705).

berische Aktionäre“ unter Ausnutzung ihrer aktienrechtlichen Klage- und Anfechtungsrechte die Durchführung wirtschaftlich sinnvoller und notwendiger Strukturmaßnahmen blockieren. Diese Gefahr wurde zwar durch die Einführung eines allgemeinen Freigabeverfahrens auch für Kapitalmaßnahmen und Unternehmensverträge durch das UMAG reduziert. Selbst das als Eilverfahren ausgestaltete Freigabeverfahren nach § 319 VI AktG, § 16 III UmwG hatte sich in der Vergangenheit jedoch häufig als langwierig erwiesen.¹⁸¹ Der Erfolg der Neuregelung hängt deshalb angesichts des enormen Zeitdrucks, unter dem die Gesellschaften häufig stehen,¹⁸² von der Dauer des Freigabeverfahrens in der Praxis ab.

Nach einem Rückzug von der Börse und einer vollständigen Übernahme der Zielgesellschaft kann der Finanzinvestor die notwendigen wirtschaftlichen Entscheidungen unabhängig von den Interessen des Kapitalmarktes und der Minderheitsaktionäre treffen und so die identifizierten unausgeschöpften Wertpotentiale realisieren.¹⁸³

II. Gesamtwirtschaftliche Legitimation

These 3:

Die Erleichterung von Going Private Transaktionen führt zu einer erhöhten Aktivität auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, wodurch eine optimale Reallokation unternehmerischer Ressourcen begünstigt wird; Going Private Transaktionen führen zu einer Erhöhung der allgemeinen Wohlfahrt und sind aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswert.

Der gesamtwirtschaftliche Nutzen einer Going Private Transaktion ist in Deutschland insbesondere vor dem Hintergrund der hiesigen Eigentümerstruktur börsenno-

¹⁸⁰ So entfällt beispielsweise beim Abschluss eines Unternehmensvertrages die Pflicht zur Berichterstattung des Vorstandes. Ferner bestehen erhebliche Erleichterungen im Hinblick auf Formvorschriften im Falle einer Verschmelzung, vgl. § 5 Abs. 2, § 8 Abs. 3, § 9 UmwG.

¹⁸¹ Lutter, JZ 2000, S. 837 (840).

¹⁸² Kiethe, NZG 2004, S. 489 (490).

¹⁸³ Beermann/Masucci, FB 2000, S. 705 (706 f.).

tierter Aktien zu betrachten. So ist der deutsche Kapitalmarkt seit jeher durch eine Dominanz von Großaktionären und Verflechtungen großer Konzerne geprägt. Eine Analyse von *Ruhwedel*¹⁸⁴ zeigt, dass die Kontrolle deutscher Aktiengesellschaften meist in der Hand eines oder weniger Großaktionäre liegt. 83,6% der 238 Stichprobenunternehmen, die die Grundlage der Untersuchung von *Ruhwedel* darstellten, hatten einen Hauptaktionär mit einem Stimmrechtsanteil von mindestens 25%. Bei mehr als der Hälfte befanden sich die Stimmrechte im Mehrheitsbesitz (59,7% der Stichprobenunternehmen), und 32,4% hatten sogar einen Hauptaktionär mit einem Stimmrechtsanteil von über 75%. In vielen deutschen Unternehmen stellte ein anderes Unternehmen den größten Aktionär, so dass die Verflechtungen der Gesellschaften den Erwartungen entsprechend hoch sind.¹⁸⁵

Für große Aktionäre, die aufgrund ihrer Stimmmacht über eine maßgebliche Kontrolle über die Gesellschaft verfügen, besteht typischerweise ein Anreiz, in opportunistischer Weise Nutzen aus ihren Einflussmöglichkeiten auf die Gesellschaft zu ziehen. Derartige Nutzenpotentiale großer Mehrheitsaktionäre werden von *Jensen/Meckling*¹⁸⁶ als „private benefits of control“, d.h. private Kontrollerträge, bezeichnet, die dadurch generiert werden, dass der kontrollierende Aktionär unternehmerische Ressourcen eigennützig und häufig ohne Beteiligung der Minderheitsaktionäre konsumiert. Gleichwohl haben die Minderheitsaktionäre anteilig die Kosten seines Verhaltens zu tragen, die sich in einer Reduktion des Gesellschaftswertes und damit des Wertes ihrer Aktien niederschlagen. Geht man nunmehr mit *Jensen/Meckling* davon aus, dass ein derartiges Verhalten gesamtwirtschaftlich ineffizient ist, da die privaten Kontrollerträge auf Seiten des Hauptaktionärs gerin-

¹⁸⁴ *Ruhwedel*, Eigentümerstruktur und Unternehmenserfolg – eine theoretische und empirische Analyse deutscher börsennotierter Unternehmen.

¹⁸⁵ Vgl. zur Eigentümerstruktur deutscher Aktiengesellschaften auch *Boehmer*, Arbeitspapier Nr. 71 der Humboldt University, 1998.

¹⁸⁶ *Jensen/Meckling*, Journal of Financial Economics 1976, S. 305 ff.

ger sind als die Verluste auf Seiten der Minderheitsaktionäre, verringert die Erzielung von Nutzengewinnen die Wohlfahrt.¹⁸⁷

Diese Annahme wird durch *Ruhwedel's* Analyse bestätigt. Danach hat der Einfluss eines Großaktionärs aufgrund der Stimmrechtsbündelungen eine eher negative Wirkung auf den Unternehmenserfolg. *Ruhwedel's* Ausführungen zufolge besteht zwischen dem Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs und dem Unternehmenserfolg gemessen durch das Marktwert/Buchwert-Verhältnis ein signifikanter nichtlinearer Zusammenhang. Insbesondere für Aktionäre mit kleinerer und mittelgroßer Kapitalbeteiligung wirkt sich eine zunehmende Stimmrechtskonzentration negativ aus. Erst wenn ein Großaktionär mehr als zwei Drittel der Stimmrechte in einer Gesellschaft hält, übt eine zunehmende Konzentration wieder einen positiven Einfluss auf den wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft aus.

Demzufolge lässt sich eine Wohlfahrtsreduktion am effektivsten dadurch vermeiden, dass in der Gesellschaft eine Eigentümerstruktur geschaffen wird, die zu einem aus gesamtwirtschaftlicher Wohlfahrtssicht optimalen Anreiz auf Seiten des kontrollierenden Aktionärs führt. So kann insbesondere durch eine höchstmögliche Konzentration des Eigentums und der Stimmrechte in einer Gesellschaft aus gesamtwirtschaftlicher Sicht eine Optimierung der Kontrolle erreicht werden, da die Anreize des Mehrheitsaktionärs mit der gesamtwirtschaftlichen Zielsetzung einer Maximierung der Wohlfahrt vereinbar werden. Daraus resultiert wiederum, dass eine Going Private Transaktion, die im Ergebnis zu einer hohen Konzentration der Anteile der Gesellschaft in der Hand des Finanzinvestors führt, eine aus Wohlfahrtssicht optimale Allokation der Kontrolle über die Gesellschaft indiziert und damit einen gesamtwirtschaftlichen Nutzen für die Gesellschaft zur Folge hat.

Sieht ein Finanzinvestor nunmehr die Möglichkeit, in einer Gesellschaft wertsteigernde Maßnahmen durchzuführen, die im Falle einer Börsennotierung der Gesell-

¹⁸⁷ So weisen *Jensen/Meckling* auf einen Effizienzverlust hin, der durch opportunistisches Verhalten innerhalb einer Agency-Beziehung entsteht; ferner gehen *Burkart/Gromb/Panunzi*, *Journal of Finance* 2000, S. 647 ff. davon aus, dass ein derartiges Verhalten zu einem „efficiency loss“ führt.

schaft nicht realisierbar oder nicht rentabel sind, und erwägt er aus diesem Grunde eine Going Private Transaktion, wird er diese nur dann durchführen, wenn seiner Investition am Ende der Transaktion ein positiver Barwert gegenübersteht. Ob dies der Fall sein kann, hängt maßgeblich von den durch Gesetzgebung und Rechtsprechung vorgegebenen Rahmenbedingungen ab, die ein Finanzinvestor im Rahmen einer Going Private Transaktion zu beachten hat. Sind diese Rahmenbedingungen derart ausgestaltet, dass sich die Transaktion für den Investor aus rein monetärer Sicht lohnen kann, so wird ihn dies von Anfang an dazu motivieren, seinen Stimmrechtsanteil an der Gesellschaft möglichst schnell zu maximieren – beispielsweise durch eine von vornherein höhere Prämie im Rahmen des Übernahmeangebots, durch die eine höhere Annahmequote erzielt werden kann – und somit im Ergebnis die alleinige Kontrolle über die Gesellschaft auszuüben. Günstige rechtliche Rahmenbedingungen für eine Going Private Transaktionen sind somit potentiell geeignet, eine konzentriertere und damit effizientere Eigentumsstruktur zu fördern; sie tragen damit zur Wohlfahrtssteigerung bei und erlangen hierdurch eine nicht zu unterschätzende gesamtwirtschaftliche Bedeutung.

Umgekehrt wird ein Finanzinvestor seinen Anteil an einer Zielgesellschaft typischerweise dann nicht über die für strategische Vorhaben notwendige Kapitalbeteiligung – in der Regel 50% oder 75% – erhöhen, wenn die rechtlichen Rahmenbedingungen einer Going Private Transaktion derart ausgestaltet sind, dass sie beispielsweise aufgrund ihrer Komplexität und Folgepflichten einen hohen Unsicherheitsfaktor darstellen und diese somit keinen Anreiz für eine wohlfahrtssteigernde Transaktion schaffen. Die ihm hierdurch ermöglichte Kontrolle über die Gesellschaft wird er sodann dazu nutzen, private Erträge zu erzielen und einen eigenen Nutzengewinn zu schaffen, ohne hierbei auf die Belange der Minderheitsaktionäre Rücksicht zu nehmen. Dies führt insbesondere dann zu hohen Wohlfahrtseinbußen, wenn eine Zielgesellschaft aufgrund einer Unternehmenskrise zusätzliches finanzielles Engagement benötigt, welches die Gesellschaft aus vielfältigen Gründen¹⁸⁸ über den Kapitalmarkt nicht mehr zu beschaffen vermag. Ein solches finanzielles

¹⁸⁸ Siehe hierzu oben Teil 1.B.I.1.a.

Engagement durch einen Finanzinvestor unterbleibt jedoch, wenn diesem nicht die Möglichkeit gegeben wird, vollen Zugriff auf die Erträge zu nehmen.

Neben diesem – schwer quantifizierbaren – gesamtwirtschaftlichen Nutzen einer Going Private Transaktion und den hieraus resultierenden Wohlfahrtseffekten existieren auch offensichtliche Potentiale zur Effizienzsteigerung. So führt eine Going Private Transaktion insbesondere zu einer Reduktion der Agency-Kosten:¹⁸⁹ Nach der von *Manne*¹⁹⁰ entwickelten These des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ spiegelt der Aktienkurs einer Gesellschaft die Qualität ihres Managements wider. Sinkt der Aktienkurs aufgrund nicht eintretender Unternehmenserfolge unter den Wert der Gesellschaft, den diese potentiell bei einem effizienteren und besseren Management haben könnte, muss ein Anreiz für Investoren geschaffen werden, diese Gesellschaft im Wege eines Übernahmeangebots zu übernehmen und durch Einsatz eines besseren Managements und eine Änderung der Geschäftspolitik die Unterbewertung der Zielgesellschaft zu ihren Gunsten zu korrigieren. Durch eine derart geschaffene Konzentration des Eigentums an der Gesellschaft in der Hand des Finanzinvestors – möglicherweise sogar auch in der Hand des Managements selbst – besteht die Möglichkeit einer Optimierung der Kontrolle über die Gesellschaft und das Management. So wird der Finanzinvestor als Kontrolleur bei einem alleinigen Eigentum der Gesellschaft in die Lage versetzt, sämtliche Erträge aus der Überwachung zu internalisieren, so dass sein Anreiz zu weiteren Anstrengungen maximiert und somit ein optimales Kontrollniveau erreicht werden kann.

Ferner kann durch eine Going Private Transaktion verhindert werden, dass unternehmerische Ressourcen durch das Management suboptimal eingesetzt werden und die Finanzmittel den Aktionären vorenthalten werden, die möglicherweise auf andere Art und Weise ertragreicher und wirtschaftlich sinnvoller eingesetzt werden können. Durch das Instrument eines funktionierenden Unternehmenskontrollmarktes wird somit das Risiko einer einseitigen Interessenwahrnehmung durch das Ma-

¹⁸⁹ Siehe hierzu oben Teil 1.B.I.2.

¹⁹⁰ *Manne*, Journal of Political Economics 1965, S. 110 (113).

nagement reduziert.¹⁹¹ Dementsprechend stellt der Markt für Unternehmenskontrolle einen Schlüsselmechanismus zur Disziplinierung des Managements und damit zur Reduzierung der Agency-Kosten des Eigenkapitals dar.¹⁹² Going Private Transaktionen, die eine effizientere und wirtschaftlichere Führung eines Unternehmens zur Folge haben, führen demnach zu einer aus ökonomischer Sicht wünschenswerten Steigerung des Unternehmenswertes und damit zu einer Förderung der Gesamtwirtschaft.¹⁹³

Darüber hinaus ist eine Going Private Transaktion geeignet, weitere gesamtwirtschaftlich positive Auswirkungen zu generieren: Beispielsweise ergibt sich aus einem Rückzug von der Börse sowie aus einem damit regelmäßig einhergehenden Ausschluss der Minderheitsaktionäre ein unternehmenswertsteigernder Effekt aus der Einsparung der mit der Börsenzulassung einhergehenden Kosten, den so genannten Shareholder Servicing Costs. Diese resultieren zum einen aus den mit der Börsenzulassung verbundenen Emittentenpflichten, aus der Einhaltung einschlägiger Vorschriften zum Schutz der Aktionäre sowie aus Kosten für Investor Relations.¹⁹⁴ Werden jedoch aus betriebswirtschaftlicher Sicht derartige durch ein Verbleiben der Gesellschaft an der Börse verursachten Nachteile nicht durch anderweitige Vorteile ausgeglichen, erscheint ein Fortbestand der Börsenzulassung in Anbetracht der tatsächlichen wirtschaftlichen Situation der Gesellschaft nicht mehr gerechtfertigt.¹⁹⁵ Mit einem Börsenzückzug wird mitunter auch auf die beschränkte Möglichkeit zur Eigenkapitalaufnahme über die Börse infolge einer permanenten Unterbewertung der Gesellschaft reagiert.¹⁹⁶ Dementsprechend sichert ein solcher Rückzug von der Börse die Finanzierung der Gesellschaft durch Beteiligung eines Finanzinvestors, der insbesondere aufgrund des dadurch ermög-

¹⁹¹ Vgl. *Mühle*, S. 110, 116 f.

¹⁹² *Mühle*, S. 110, 116.

¹⁹³ Zu beachten ist, dass dieser Effekt in Deutschland keine so große Rolle wie in den USA spielen dürfte, da sich in Deutschland auch bereits vor einer Going Private Transaktion die Mehrheit der börsennotierten Aktien im Mehrheitsbesitz eines Großaktionärs befindet.

¹⁹⁴ Siehe hierzu oben Teil 1.B.I.4;

¹⁹⁵ Vgl. hierzu auch *Wenger/Kaserer/Hecker*, ZBB 2001, S. 317 (322).

¹⁹⁶ Siehe hierzu oben Teil 1.B.I.1.

lichten problemlosen und vollständigen Zugriffs auf die von der Gesellschaft erwirtschafteten Mittel in besonderem Maße an einem Going Private interessiert ist.

Ferner kommt einer Going Private Transaktion auch in einem allgemeinen Kontext für die Realisierung strategischer Vorhaben und notwendiger Restrukturierungsmaßnahmen besondere Bedeutung zu. So können die für die Gesellschaft aus wirtschaftlichen, geschäftspolitischen oder strategischen Gründen bedeutenden Strukturmaßnahmen mit einer erhöhten gesellschaftsinternen Rechts- und Planungssicherheit durchgeführt werden. Für Maßnahmen, die eines Beschlusses der Hauptversammlung bedürfen, sind nach einem Going Private keine kostspieligen und zeitaufwendigen öffentlichen Hauptversammlungen mehr erforderlich, was für sich genommen schon zu Einsparungen bei der Gesellschaft und damit zu einer Steigerung des Gesellschaftswerts führt. Darüber hinaus können die Beschlüsse auch schneller gefasst und umgesetzt werden. So werden nach einer vollständigen Übernahme der Zielgesellschaft durch den Finanzinvestor Anfechtungen von Hauptversammlungsbeschlüssen entfallen, die in der Vergangenheit regelmäßig eine zügige und reibungslose Umsetzung der für die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft notwendigen Entscheidungen verhindert haben.¹⁹⁷ Auch dies führt zu einer Steigerung des Unternehmenswerts und damit zu einer Steigerung der Wohlfahrt.

Letztlich ist nicht auszuschließen, dass ein Finanzinvestor die im Rahmen eines Going Private übernommene Gesellschaft mit einem anderen seinem Portfolio entstammenden Unternehmen zusammenführt und so wertvolle operative und/oder finanzielle Synergieeffekte schaffen kann.¹⁹⁸ Dass im Rahmen von Unternehmensübernahmen zum Teil nicht unwesentliche Synergieeffekte entstehen, die sich sichtbar auf die Profitabilität des übernommenen Zielunternehmens auswirken und damit einen positiven gesamtwirtschaftlichen Effekt erzeugen, wird durch empirische Untersuchungen weitgehend bestätigt.¹⁹⁹

¹⁹⁷ Siehe oben Teil 2.A.I.3.

¹⁹⁸ *Mühle*, S. 70 ff.

¹⁹⁹ *Mülbert/Birke*, WM 2001, S. 705 (707); *Mühle*, S. 105 m.w.N.

Angesichts dieser Auswirkungen einer Going Private Transaktion ist davon auszugehen, dass derartige Transaktionen einen gesamtwirtschaftlich optimalen Strukturwandel von Gesellschaften – beispielsweise durch die von einem Finanzinvestor eingeleitete Konsolidierung der Gesellschaft zum Abbau von Überkapazitäten – fördert. Sind die rechtlichen Rahmenbedingungen für eine Going Private Transaktion demnach derart ausgestaltet, dass das Interesse an der freien Entfaltung der unternehmerischen Initiative des Finanzinvestors geschützt ist²⁰⁰ und dieser die ihm aus der Transaktion entstehenden Kosten hinreichend genau kalkulieren kann, so gewinnt die Durchführung von Going Private Transaktionen an Attraktivität, und die daraus resultierende Belebung des Marktes für Unternehmenskontrolle wird die Erschließung weiterer Effizienzpotentiale in der Gesellschaft fördern. So werden beispielsweise auch gesamtwirtschaftlich nicht wünschenswerte Ineffizienzen in dem Management der Zielgesellschaft mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu einer Unternehmensübernahme – beispielsweise durch einen Finanzinvestor – und in deren Folge zu einem Austausch der Unternehmensführung sowie zu einer Revision der bisherigen Investitionspolitik führen.

Im Ergebnis führt somit die Erleichterung von Going Private Transaktionen durch günstige rechtliche Rahmenbedingungen zu einer erhöhten Aktivität auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, wodurch eine optimale Reallokation unternehmerischer Ressourcen begünstigt wird.²⁰¹ Demnach führt eine Going Private Transaktion zu einer Erhöhung der allgemeinen Wohlfahrt und ist aus gesamtwirtschaftlicher Sicht durchaus wünschenswert.

²⁰⁰ Zu dem Erfordernis des Schutzes einer freien Entfaltung der unternehmerischen Initiative vgl. *Neye*, in *Hirte*, S. 25 (27).

²⁰¹ Vgl. *Mühle*, S. 110.

B. Die Interessen der Minderheitsaktionäre und deren Schutzwürdigkeit

Ein wesentliches Regelungsproblem einer aus gesamtwirtschaftlicher Sicht grundsätzlich sinnvollen Going Private Transaktion liegt jedoch darin, diese Transaktion mit den gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre in Einklang zu bringen. Nachfolgend soll daher zunächst untersucht werden, ob es zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes überhaupt eines Minderheitenschutzes, d.h. eines Schutzes, der einem Minderheitsaktionär wegen seiner aufgrund der geringen Beteiligung an einer Aktiengesellschaft unterlegenen Stellung zuteil wird,²⁰² bedarf. Sodann sollen die Interessen der Minderheitsaktionäre vor und während einer Going Private Transaktion identifiziert sowie deren Schutzwürdigkeit unter rechtlichen und gesamtwirtschaftlichen Gesichtspunkten untersucht und analysiert werden.

These 4:

Ein effektiver Schutz der Minderheitsaktionäre im Rahmen einer Going Private Transaktion ist für die Finanzkraft und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dringend erforderlich.

I. Notwendigkeit eines Minderheitenschutzes

Über die Notwendigkeit eines besonderen Schutzes der sich in Besitz einer Minderheitsbeteiligung befindlichen Aktionäre besteht heute im Ergebnis Einigkeit. Dass dies nicht immer so war, zeigt beispielsweise eine Entscheidung des Reichsgerichts²⁰³ aus dem Jahr 1925, welches die Auffassung vertrat, dass derjenige, der Aktien erwerbe, „sich den für die Aktiengesellschaft bestehenden Vorschriften anzupassen“ habe. Wer das nicht könne oder wolle, „soll dem Aktienverkehr fernbleiben“; für ihn passe „eine Vermögensanlage in Aktien nicht“.

²⁰² Heine, S. 131.

²⁰³ RGZ 111, S. 26 (30).

Heutzutage ist jedoch unstreitig, dass ein Minderheitenschutz in der Regel überall dort relevant wird, wo eine Mehrheit versucht, sich Sondervorteile zu Lasten einer Minderheit zu verschaffen und so die Gefahr einer Übervorteilung der Minderheitsaktionäre existiert. Ferner muss verhindert werden, dass ein Mehrheitsaktionär seinen Einfluss auf das Management der Gesellschaft ausübt, um dieses zu Maßnahmen zu veranlassen, die allein ihn begünstigen und die sich nachteilig für die Gesellschaft und deren Minderheitsaktionäre auswirken.

Demnach dient der Minderheitenschutz dazu, eine Minderheit vor einer ungezügelter Ausnutzung der Mehrheitsmacht eines kontrollierenden Aktionärs zu schützen. Wäre ein solcher Minderheitenschutz in Deutschland nicht gewährleistet, würden deutsche Kleinanleger ihr Kapital vermehrt in ausländische Unternehmen investieren, die in dem für sie geltenden Rechtssystem einer besonderen Kontrolle hinsichtlich ihres Verhaltens gegenüber ihren Minderheitsaktionären unterliegen.²⁰⁴ Ebenso würden ausländische Investoren möglicherweise von einer Beteiligung an deutschen Unternehmen absehen. Ein derartiges Absinken an Investitionsvolumen würde zu einem aus wirtschaftlicher Sicht nicht wünschenswerten Umsatz- und Reputationsverlust der deutschen Börsen führen.

Ein Schutz der Aktionärsminoritäten ist insbesondere auch unter dem Gesichtspunkt des Verbandsprinzips²⁰⁵ unverzichtbar. Diesem Prinzip zufolge schließen sich im körperschaftlichen Verband der Aktiengesellschaft mehrere Personen zur Verfolgung eines gemeinsamen Verbandszwecks²⁰⁶ zusammen, wobei diese Personen zumindest stillschweigend davon ausgehen, dass dieser Verbandszweck unter der weitestgehend möglichen Wahrung der Interessen aller Beteiligten erfolgt. Wird durch das Handeln einzelner in die Rechtsstellung der anderen Aktionäre eingegriffen, so werden diese den Eingriff nur dann hinzunehmen bereit sein, wenn der Eingriff im Sinne der gemeinsamen Verfolgung des Verbandszwecks erfolgt.

²⁰⁴ Dies gilt insbesondere für US-amerikanische Unternehmen, die besonders stark ausgeprägten Regelungen zum Minderheitenschutz unterliegen.

²⁰⁵ Vgl. hierzu allgemein *Bischoff*, BB 1987, S. 1055 (1057).

Demzufolge ist der Minderheitsaktionär vor einer einseitigen Ausnutzung des Verbandes zu eigennützigen Zwecken durch einen kontrollierenden Aktionär zu schützen.²⁰⁷

Darüber hinaus kommt einem effektiven Schutz der Minderheitsinteressen bei der Schaffung einer verbreiteten Akzeptanz des Kapitalmarktes sowie einer Etablierung der Aktie als Anlageform auch bei Kleinanlegern besondere Bedeutung zu.²⁰⁸

Das für eine solche Akzeptanz notwendige Vertrauen der Anleger kann nur dann gewonnen werden, wenn der Anleger die seinem Schutz dienenden rechtlichen Rahmenbedingungen als ausreichend erachtet.²⁰⁹ Ist dies nicht der Fall, so wird seine Bereitschaft, in Aktien zu investieren, sinken. Wer als Aktionär weiß, dass er aufgrund der in einer Gesellschaft herrschenden Mehrheitsverhältnisse zu jedem – außerhalb seines Einflusses stehenden – Zeitpunkt faktisch dazu gezwungen werden kann, seine Beteiligung aufzugeben, ohne einen adäquaten Rechtsschutz zu erfahren und gegebenenfalls sogar ohne eine entsprechende Entschädigung für sie Anteile zu erhalten, wird sich dem Eindruck der Ohnmacht und der Fremdbestimmung nicht entziehen können und wird daher von einer Investition in ein solches Unternehmen kaum zu überzeugen sein. In jedem Fall sinkt der Preis, den der Anleger für den Erwerb von Aktien zu zahlen bereit ist.

Im Interesse der börsennotierten Gesellschaften, die ein bestimmtes Emissionsvolumen am Kapitalmarkt realisieren möchten, um so rentable Investitionsprojekte zu finanzieren, ist ein solcher Effekt tunlichst zu vermeiden. Anderenfalls sieht sich die Gesellschaft möglicherweise erheblichen Investitionsproblemen ausgesetzt. Ferner würde sich die Eigenkapitalaufnahme für Gesellschaften verteuern, da für den Aktionär insbesondere finanzielle Anreize geschaffen werden müssen, um

²⁰⁶ Dieser Verbandszweck ist in der Regel auf Gewinnerzielung ausgerichtet; bei der Aktiengesellschaft ist das jedoch nicht zwingend, da § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG keinen gewinnorientierten Unternehmensgegenstand fordert; vgl. *Hüffer*, AktG, § 23 Rn. 22.

²⁰⁷ *Heine*, S. 132.

²⁰⁸ *Mai*, Aktionärsschutz und Minderheitenschutz bei der Abwehr unkoordinierter Übernahmen börsennotierter Aktiengesellschaften, S. 139.

²⁰⁹ Vgl. *Rühlend*, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären aus der Aktiengesellschaft, S. 175; *Mühle*, S. 117, 142, 465, 467.

diesen zu einer Investition zu bewegen. Dies würde für alle Unternehmen eine zusätzliche, die konjunkturelle Entwicklung der Gesamtwirtschaft dämpfende Belastung bedeuten. Um die Finanzkraft und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ausreichend zu schützen und zu vermeiden, dass ein Anleger möglicherweise dauerhaft von einer Investition in Aktien abgehalten wird, müssen demnach insbesondere auch die Regelungen zum Verfahren einer Going Private Transaktion einen ausreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre gewährleisten.²¹⁰

Die Bedeutung dessen zeigt exemplarisch das Beispiel eines Minderheitsaktionärs, der sich in Tagen des scheinbar dauerhaft anhaltenden Börsenbooms nicht nur in der Hoffnung auf kurzfristige Spekulationsgewinne, sondern insbesondere auch in der Erwartung langfristiger Gewinne zu einem Aktienerwerb entschieden hat. Das von dem Anleger ausgewählte Unternehmen entwickelt sich in der Folgezeit jedoch nicht so wie ursprünglich erhofft. Insbesondere der Börsenkurs der Gesellschaft verzeichnet – nicht nur aufgrund der schlechten Entwicklung der Gesellschaft selbst, sondern auch aufgrund einer nach dem Börsenboom der vergangenen Jahre weltweit stattfindenden Konsolidierung – einen dauerhaften Abwärtstrend. Um keine Kursverluste gegenüber dem Einstiegspreis zu erleiden sowie aufgrund der Tatsache, dass der Anleger nach einer Erholung der Börsenkurse an eine positive Entwicklung der Gesellschaft glaubt, hält dieser an seiner Beteiligung fest. Aufgrund des momentan niedrigen Börsenkurses wird nunmehr ein Finanzinvestor auf das Unternehmen aufmerksam, der – ebenso wie einst der Kleinanleger – in dem Geschäftsmodell der Gesellschaft ein nicht unbeträchtliches Entwicklungspotential erkennt und der davon ausgeht, dass im Zuge eines konjunkturellen Aufschwungs verbunden mit Umstrukturierungsmaßnahmen in der Gesellschaft in Zukunft erhebliche Gewinne zu erzielen sind. Dieser Finanzinvestor einigt sich nunmehr mit dem Hauptaktionär auf einen Kaufpreis für dessen Aktien und nimmt in der Folgezeit die Gesellschaft von der Börse. Dies hat für den Minderheitsaktionär zur Folge, dass er über kurz oder lang aus der Gesellschaft gedrängt wird und die Gegenleistung für seine Aktien häufig nicht dem Wert entspricht, den er seinerzeit in die Gesellschaft investiert hat. Die Entscheidung über den Zeitpunkt ei-

²¹⁰ vgl. *Hecker*, S. 540 (567 ff.); ebenso *Kleppe*, S. 77.

ner Deinvestition wurde ihm ebenso genommen wie die Entscheidung, zu welchem Gegenwert er die Deinvestition durchführen möchte. Nach einer solchen Erfahrung wird sich der Anleger eine erneute Investition in Aktien gründlich überlegen.²¹¹

Wie *Heine*²¹² zutreffend feststellt, kann im Ergebnis durch einen effektiven Schutz der Minderheitsaktionäre eine aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswerte Verbesserung der Konkurrenz um Risikokapital geschaffen und damit einhergehend ein wirkungsvoller Wettbewerb überhaupt gefördert werden. Ferner, so *Heine* richtigerweise weiter, führt ein solcher Anlegerschutz wohlfahrtspolitisch zu einer Allokationseffizienz des Kapitalmarktes, mithin eines Marktzustandes, der knappes Risikokapital dorthin fließen lässt, wo es am dringendsten gebraucht wird und die höchsten Gewinne verspricht. Eine anlegerfreundliche Politik dient demnach auch denjenigen Unternehmen, für die der Kapitalmarkt als Eigenkapitalbeschaffungsmarkt von besonderer Bedeutung ist.

Im Ergebnis ist demnach festzuhalten, dass die Finanzkraft und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts wesentlich von der Effektivität der die Anleger schützenden Vorschriften abhängt. Demnach ist ein starker und funktionierender Kapitalmarkt ohne effektiven Anlegerschutz nicht denkbar.²¹³

II. Interessen der Minderheitsaktionäre und deren Schutzwürdigkeit

These 5:

Die Interessen der Minderheitsaktionäre sind im Rahmen von Going Private Transaktionen besonders schutzbedürftig.

²¹¹ So auch Tenor eines Artikels in der Börsen-Zeitung vom 6.4.2004: „Der Kleinaktionär stirbt aus“ (Verf.: unbek.).

²¹² *Heine*, S. 113.

²¹³ *Meilicke/Heidel*, DB 2004, S. 1479 (1479).

1. Interesse an der Fungibilität ihrer Aktien

Das primäre Interesse der Minderheitsaktionäre liegt zunächst in dem Erhalt der Fungibilität ihrer Aktien. Nur so können die erworbenen Anteile jederzeit umgeschichtet oder gar gänzlich veräußert werden. Auch wenn im Vorfeld eines Going Private in der Regel aufgrund eines nur geringen Streubesitzanteils sowie niedriger Kurse kein reger Umsatz in Aktien der Zielgesellschaft mehr stattgefunden hat, kann der Aktionär seine Gesellschaftsanteile dennoch grundsätzlich jederzeit über die Börse veräußern. Diese Möglichkeit der einfachen Anteilsveräußerung ist ihm bei einem Rückzug der Gesellschaft von der Börse genommen.²¹⁴ Eine derartige Veräußerungsmöglichkeit stellt häufig jedoch die einzige Art der Gewinnrealisierung dar, zumal insbesondere schnell wachsende Unternehmen in der Regel auf die Ausschüttung einer Dividende verzichten und einen möglichen Gewinn bevorzugt in das Wachstum des Unternehmens investieren.

Fraglich ist jedoch, ob dieses Interesse auch schützenswert erscheint. Aus sozial- und wirtschaftspolitischer Sicht erscheint es grundsätzlich unverzichtbar, denjenigen, der sich als Aktionär an einer Publikumsgesellschaft beteiligt, wohlwissend, dass er diese Beteiligung jederzeit über die Börse wieder aufgeben kann, davor zu schützen, dass er diese Möglichkeit unerwartet verliert. Nicht selten ist dies das maßgebliche Kriterium der Investitionsentscheidung eines Privatanlegers. Ist diese Veräußerungsmöglichkeit nicht mehr gesichert, wird die Attraktivität einer Investition in Aktien durch Minderheitsaktionäre rapide sinken. Dies ist aus vorstehend genannten Gründen²¹⁵ aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nicht wünschenswert.

²¹⁴ Dies gilt insbesondere deshalb, weil die Bedeutung des Computer- oder Telefonhandels durch private Makler insbesondere aufgrund der hohen Transaktionskosten zu vernachlässigen ist; auch die jüngst zu beobachtenden Bemühungen der Banken zur Schaffung einer Handelsplattform für private Anleger stellen derzeit noch keine vergleichbare Alternative zum Börsenhandel dar.

²¹⁵ Siehe oben Teil 2.B.II.1.

2. Interesse an einer umfassenden Information und Kontrollmöglichkeit

Nach einem Börsenaustritt steht eine Gesellschaft nicht mehr im Blickpunkt der Öffentlichkeit und es kommt zu einer deutlichen Verringerung der kapitalmarkt- und aktienrechtlichen Publizitätspflichten. Dies führt zu einer signifikanten Verschlechterung der Transparenz der Unternehmensführung. Der Minderheitsaktionär hat jedoch ein nicht unerhebliches Interesse daran, dass die mit einer Börsennotiz verbundenen Verhaltens- sowie insbesondere die Publizitätspflichten der Gesellschaft erhalten bleiben. Nur so wird er in die Lage versetzt, sich ein Bild von der derzeitigen Situation und der Entwicklung des Unternehmens zu verschaffen, in welches er investiert hat.²¹⁶ Darüber hinaus erhält der Aktionär nur dann, wenn die Aktien der Gesellschaft an der Börse gehandelt werden, eine Einschätzung neutraler Dritter – beispielsweise Wirtschaftsprüfer, Aktionärs-Schutzvereinigungen oder professioneller Analysten der Investment Banken – über die Attraktivität der Investition. Diese geben ihr Urteil darüber ab, ob in der Vergangenheit die relevanten Gesetze bzw. Satzungsregelungen seitens des Unternehmens eingehalten und mit dem Kapital der Gesellschaft profitabel gewirtschaftet wurde und ob auch in Zukunft eine positive Entwicklung der Gesellschaft zu erwarten ist. Derartige Einschätzungen sind insbesondere für Minderheitsaktionäre und Kleinanleger von besonderer Bedeutung, da diese häufig mangels Sachkenntnis nicht in der Lage sind, sich eine eigene qualifizierte Meinung darüber zu bilden, ob sie an einer einmal getätigten Investition in ein bestimmtes Unternehmen festhalten sollten oder nicht.

Auch unterliegt eine börsennotierte Gesellschaft strengeren Bilanzierungspflichten (§ 266 Abs. 1 S. 3 HGB) sowie der Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex (§ 161 AktG). Gerade diese Pflichten gewähren eine effektive Unternehmenskontrolle.²¹⁷ Ist eine derartige Information der Aktionäre nicht mehr gewährleistet, so sind diese den Entscheidungen des Managements, die häufig auch unter dem Einfluss des Großaktionärs ge-

²¹⁶ Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 338.

²¹⁷ Steck, AG 1998, S. 460 (461).

troffen werden, mit einer erheblich eingeschränkteren Transparenz und damit auch Kontrollmöglichkeit ausgesetzt.

Die Frage, ob ein Aktionär nach einer Investition in ein bestimmtes Unternehmen angemessen und umfassend über dessen Aktivitäten und Handlungen in der Vergangenheit wie auch über Zukunftsaussichten und Entwicklungspotentiale informiert wird und er sich jederzeit Informationen über die Gesellschaft zu verschaffen vermag, wird daher sein Investitionsverhalten maßgeblich beeinflussen. Sieht der Aktionär im Vorfeld der Investition die Gefahr, dass in absehbarer Zukunft seine Informations- und Kontrollmöglichkeiten nicht nur unerheblich beschnitten werden, indem sich die Gesellschaft von der Börse zurückzieht und damit sämtlichen Publizitätspflichten einer börsennotierten Gesellschaft entkommt, wird er im Zweifel von einer Investition absehen. Der Schutz des Informations- und Kontrollinteresses ist daher aus wirtschaftspolitischer Sicht sinnvoll.

3. Interesse an einem weiteren Ertrag

Darüber hinaus ist es häufig das Ertragsinteresse, dass Kleinanleger zu einer Investmententscheidung bewegt. Dieses Interesse ist – zumindest bei längerfristig orientierten Anlegern – auf die nachhaltige Erzielung von maximalen Kursgewinnen, d.h. einer Vermehrung des eingesetzten Kapitals, gerichtet.

Insbesondere langfristig orientierte Anleger, die durch ein Anlageinvestment ein stetiges Wachstum ihres Kapitals anstreben, sind an einer bestehenden Mitgliedschaft in der Gesellschaft interessiert, um künftig von potentiellen Kurssteigerungen auf den wahren Wert des Unternehmens zu profitieren. Diese Möglichkeit wird dem Minderheitsaktionär jedoch durch den Rückzug von der Börse und seinem damit in der Regel einhergehenden Ausschluss aus einer derzeit unterbewerteten Gesellschaft genommen. Er ist in diesem Fall gezwungen, seine Anteile an der Gesellschaft zu einem Preis zu veräußern, der häufig unter dem Wert liegt, zu dem er eingestiegen ist. Er kann den Turnaround der Gesellschaft nicht abwarten, um so zu einem späteren Zeitpunkt mit dem wahren Wert ihrer Anteile abgefunden zu werden. Derartige finanzielle Einbußen sind dann besonders schmerzhaft, wenn

der Aktionär bewusst Kursrückgänge in Kauf genommen hat, weil er von einem langfristigen Erfolg des Unternehmens überzeugt war.²¹⁸ Minderheitsaktionären wird somit durch den in der Regel mit einer Going Private Transaktion einhergehenden Ausschluss aus der Gesellschaft die Möglichkeit genommen, künftig an potentiellen Wertsteigerungen ihrer Gesellschaft zu partizipieren.

Fraglich ist jedoch, ob dieses Ertragsinteresse aus rechtlicher und wirtschaftlicher Sicht schützenswert erscheint. Die Eigentumsgarantie des Art. 14 GG schützt das Eigentum so, wie es von der Zivilrechtsordnung und der gesellschaftlichen Anschauung ausgestaltet worden ist.²¹⁹ Gewinnerwartungen im Hinblick auf potentielle Kursgewinne werden von der Rechtsordnung grundsätzlich nicht geschützt.²²⁰ Nur in wenigen Ausnahmefällen – beispielsweise im Rahmen des Anspruchs auf Ersatz des entgangenen Gewinns nach §§ 252, 249 BGB, der allerdings einen existierenden Schadensersatzanspruch voraussetzt – gewährt der deutsche Gesetzgeber einen gewissen, auf die Zukunft gerichteten Vermögensschutz. Dass dies jedoch eine Ausnahme zu bleiben hat und insbesondere nicht zugunsten einzelner Anleger am Kapitalmarkt gelten kann, liegt auf der Hand. Dies würde das Gleichgewicht zwischen den Marktteilnehmern empfindlich stören und damit die Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigen. Unzweifelhaft erscheint daher, dass der Anlegerschutz im Rahmen einer Going Private Transaktion den Schutz des auf Vermehrung des Vermögens gerichteten Ertragsinteresses nicht erfassen kann.²²¹

4. Interesse am Erhalt des Vermögens / Bestandsinteresse

Neben dem Interesse auf Zuwachs des eigenen Vermögens steht zum einen das Interesse an der Erhaltung des eigenen Vermögens, sowie zum anderen das Interesse am Fortbestand einer Beteiligung. Während das Vermögenserhaltungsinter-

²¹⁸ Kleppe, S. 73.

²¹⁹ BVerfGE 28, S. 119 (142); 74, S. 129 (148).

²²⁰ BVerfGE 28, S. 119 (142); 74, S. 129 (148); *Papier*, in Maunz/Dürig, Grundgesetz, Art. 14 Rn. 160.

²²¹ So auch Heine, S. 117.

resse darauf gerichtet ist, dass sich das eingesetzte Kapital nicht verringert bzw. ein einmal erreichter Aktienkurs nicht wieder sinkt, besteht das Bestandsinteresse darin, nicht zu einer Veräußerung seiner Beteiligung und damit zu einer Rückgängigmachung seiner einmal getroffenen Investitionsentscheidung – beispielsweise im Wege eines Squeeze-Out oder einer Eingliederung – gezwungen zu werden. Im Gegensatz zum Vermögenserhaltungsinteresse, welches auf den materiellen Wert der Beteiligung abstellt, geht es dem Minderheitsaktionär im Rahmen des Bestandsinteresses um die Vermeidung der inhaltlichen Beeinträchtigung seiner mitgliedschaftlichen Position.²²² Dieses Bestandsinteresse ist besonders ausgeprägt bei Kleinaktionären, die ihr Investment in eine Gesellschaft aus besonderen persönlichen Gründen – beispielsweise aus familiärer Verbundenheit – getätigt haben. Diese Aktionäre haben ein besonderes Interesse daran, die Mitgliedschaft an gerade dieser Gesellschaft zu erhalten. Derartige Interessen werden bei der unter rein finanziellen Gesichtspunkten betrachteten Abfindungszahlung seitens eines Hauptaktionärs nicht berücksichtigt.

Zu einer zum Teil nicht unerheblichen Beeinträchtigung des Vermögensbestandsinteresses kommt es häufig bereits durch die Ankündigung eines Börsenaustritts, da eine solche Ankündigung in der Regel mit einem Absinken des Börsenkurses verbunden ist. Dieses Absinken resultiert aus dem mit dem Börsenaustritt verbundenen Verlust der freien Fungibilität und damit dem Verlust eines für den Aktionär bedeutenden wertbildenden Faktors. Ferner führt die Ankündigung eines Börsenausstiegs häufig dazu, dass viele Aktionäre noch vor der Einstellung der Börsennotierung versuchen, ihre Aktien über die Börse zu veräußern, was zu einem kurzfristigen Überangebot an Aktien der Gesellschaft am Kapitalmarkt führt. Diesem Überangebot steht in der Regel eine zu vernachlässigende geringe Nachfrage gegenüber, da Anleger nicht an Aktien interessiert sind, deren Notierung an der Börse in Kürze eingestellt wird. Das Überangebot kann demnach allenfalls durch mögliche Aufkäufe des Hauptaktionärs aufgefangen werden kann.

²²² Heine, S. 122.

Dass dieses Vermögenserhaltungsinteresse des Anlegers dem Grunde nach schützenswert ist, hat das BVerfG bereits in seiner *DAT/Altana*-Entscheidung²²³ festgestellt. Danach ist der Börsenkurs einer Aktie bei der Feststellung des wahren Wertes eines Unternehmens unverzichtbare Untergrenze; dieser einmal erreichte Kurs wird somit durch das Gericht zu einem durch das Eigentumsrecht nach Art. 14 GG geschützten Wert erhoben. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass anlegerschützende Maßnahmen, die einer Sicherung des Vermögenserhaltungsinteresses dienen und damit Börsenkursverluste zu vermeiden versuchen, in einem funktionierenden Kapitalmarkt den Mechanismus einer freien Preisbildung durch Angebot und Nachfrage aushebeln würden. Daraus folgt, dass das Vermögenserhaltungsinteresse der Minderheitsaktionäre nur insoweit schützenswert ist, als dass dieser Mechanismus durch unnatürliche Marktbewegungen, die nicht auf den Gesetzen von Angebot und Nachfrage beruhen, gestört ist. Dies ist beispielsweise im Falle einer manipulativen Beeinflussung des Börsenkurses durch Insiderspekulationen der Fall, welche durch die bestehenden Insiderregelungen des WpHG vermieden werden sollen. Zu einer ähnlichen Verzerrung des eigentlichen Kapitalmarktgeschehens kommt es im Vorfeld einer Going Private Transaktion, nämlich dann, wenn der Börsenkurs aufgrund einer bevorstehenden Einstellung der Börsennotierung der Zielgesellschaft abfällt. Auch in diesem Fall wird der in einem natürlichen Markt durch Angebot und Nachfrage gebildete Preis durch externe Faktoren beeinflusst, so dass es zu einer Störung des Preisbildungsmechanismus kommt. In dem Sonderfall einer Going Private Transaktion ist demnach das Vermögenserhaltungsinteresse der Minderheitsaktionäre schutzwürdig.

Gleiches gilt für die Schutzwürdigkeit des Bestandsinteresses. Dieses ergibt sich aus sozialpolitischer Sicht bereits aus der Tatsache, dass sich ein Minderheitsaktionär als in der Regel schwächeres und unerfahrenes Mitglied in den Aktionärsverband begibt und ihm ein – fremdbestimmter – Austritt häufig nicht ohne Nachteile möglich ist. Auch aus wirtschaftspolitischer Sicht erscheint ein solcher Schutz sinnvoll, da dieser Schutz häufig erst eine positive Investitionsentscheidung ermöglicht.

²²³ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436 (1441).

5. Verwaltungsinteresse

Das Verwaltungsinteresse eines Minderheitsaktionärs ist primär auf die optimale Verwaltung des Vermögens der Gesellschaft gerichtet, in die der Aktionär investiert hat. Hierbei kommt es ihm in der Regel nicht darauf an, an betrieblichen Entscheidungen der Geschäftsführung selbst mitzuwirken. Vielmehr vertraut er auf eine den Wert des Unternehmens steigernde Verwaltung und Führung der Gesellschaft durch den Vorstand, der in einer Aktiengesellschaft – im Gegensatz zu der Geschäftsführung einer GmbH – weitgehend autark und von dem Einfluss der Aktionäre unbehelligt über deren Vermögen verfügen kann.²²⁴ Insbesondere dann, wenn die Beteiligung an dem betreffenden Unternehmen für einen Aktionär nur einen geringen Teil seines Aktien-Portfolios ausmacht, wird der Minderheitsaktionär jedoch selbst kaum kontrollieren, ob das Verhalten des jeweiligen Vorstands seinem Interesse an einer optimalen Verwaltung der Gesellschaft entspricht. Vielmehr hofft der Minderheitsaktionär in der Regel, von dem so genannten Free-Rider-Effekt²²⁵ profitieren zu können, der sich dadurch ergibt, dass Mehrheitsaktionäre ihre Möglichkeiten zur Kontrolle des Management zur Wahrung ihrer eigenen Interessen umfassend nutzen und dies auch dem – die Kontrolle nicht ausübenden – Minderheitsaktionär zu gute kommt.

Zwar wird das Verwaltungsinteresse des Minderheitsaktionärs durch einen Börsenaustritt nicht unmittelbar beeinträchtigt, da mit dem Börsenaustritt nicht zwingend ein Wechsel der bisherigen Unternehmensführung einhergeht. Im Gegenteil ist gerade dies im Rahmen eines Management Buy Outs²²⁶ nicht der Fall. Zu einer Gefährdung des Verwaltungsinteresses kann es jedoch dadurch kommen, dass mit einer abnehmenden Kontrolle durch den Kapitalmarkt – insbesondere aufgrund der abnehmenden Publizitätspflichten – die Qualität der Verwaltung der Gesellschaft durch die Unternehmensführung nachlässt. Daher gilt es im Rahmen einer Going

²²⁴ Dass dies dem Wert des Unternehmens nicht immer zuträglich ist, zeigen insbesondere auch die in der Vergangenheit verstärkt aufkommenden Diskussionen zur Notwendigkeit einer umfassenderen Corporate Governance.

²²⁵ Siehe hierzu bereits oben, Teil 1.B.I.2.

²²⁶ Siehe hierzu unten Teil 3.A.III.

Private Transaktion auch, das Verwaltungsinteresse zu schützen. Dies erscheint auch aus wirtschaftspolitischer Sicht bereits deswegen sinnvoll, weil es auf eine optimale Verwaltung der Aktiengesellschaft und damit auf eine Reduktion der das Vermögen der Gesellschaft beeinträchtigenden Agency-Kosten²²⁷ gerichtet ist.

6. Zusammenfassung

Minderheitsaktionäre sind im Zusammenhang mit ihrer Investition zunächst am Erhalt der Fungibilität ihrer Aktien interessiert, um die erworbenen Anteile jederzeit umschichten zu können oder sich gänzlich von ihnen zu trennen. Diese Möglichkeit der einfachen Anteilsveräußerung ist dem Aktionär bei einem Rückzug der Gesellschaft von der Börse genommen, so dass für ihn die Attraktivität einer Investition in börsennotierte Aktien sinkt. Nach einem Börsenaustritt kommt es zudem zu einer deutlichen Verringerung der kapitalmarkt- und aktienrechtlichen Publizitätspflichten der Gesellschaft. Dies führt zu einer signifikanten Verschlechterung der Transparenz der Unternehmensführung für den Minderheitsaktionär. Aktionäre, die im Vorfeld der Investition mit der Gefahr eines Going Private rechnen, werden daher im Zweifel von einer Investition absehen. Da dies im Interesse einer Finanzkraft und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes nicht wünschenswert ist, sind sowohl das Fungibilitäts- als auch das Publizitätsinteresse des Minderheitsaktionärs aus rechtlicher Sicht schützenswert.

Aufgrund der typischen Gefahr eines aufgrund der bevorstehenden Einstellung der Börsennotierung abfallenden Börsenkurses bei Going Private Transaktionen besteht ferner eine besondere Schutzwürdigkeit des Vermögenserhaltungs- sowie des Bestandsinteresses der Minderheitsaktionäre. Der Schutz hinsichtlich dieser Interessen ist jedoch auf unnatürliche Marktbewegungen, welche den Mechanismus zwischen Angebot und Nachfrage stören, beschränkt.

Zu einer Gefährdung des Verwaltungsinteresses kann es ferner dadurch kommen, dass mit einer abnehmenden Kontrolle durch den Kapitalmarkt – insbesondere

²²⁷ Siehe hierzu oben Teil 1.B.I.2.

auch aufgrund der abnehmenden Publizitätspflichten – die Qualität der Verwaltung der Gesellschaft durch die Unternehmensführung nachlässt. Daher gilt es im Rahmen einer Going Private Transaktion auch dieses Interesse der Minderheit zu schützen. Demgegenüber kann der Anlegerschutz im Rahmen einer Going Private Transaktion den Schutz des auf die bloße Vermehrung des Vermögens gerichteten Ertragsinteresses nicht erfassen.

C. Zwischenergebnis: Spannungsfeld zwischen gesamtwirtschaftlichem Nutzen und Minderheitenschutz

These 6:

Zur optimalen Ausgestaltung einer Going Private Transaktion ist ein umfassender Ausgleich der Interessen des Finanzinvestors einerseits und derjenigen der Minderheitsaktionäre andererseits erforderlich.

Im Ergebnis ist festzustellen, dass die Ermöglichung und Förderung von Going Private Transaktionen – beispielsweise durch Reduktion der Kosten sowie durch Minimierung der Konfliktpotentiale einer solchen Transaktion – den gesamtwirtschaftlich optimalen Strukturwandel von Unternehmen, Konzernen und ganzen Industriezweigen fördert. Nur so wird die Realisierung von Unternehmensübernahmen, strategischen Neuausrichtungen und Restrukturierungen an Attraktivität gewinnen und zu einer Belebung des Marktes für Unternehmenskontrolle führen. Dies wiederum erleichtert die Erschließung weiterer Potentiale in den Unternehmen, indem Ineffizienzen in der Unternehmensführung abgeschafft und die für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens dringend erforderlichen Reorganisations-, Modernisierungs- und Konsolidierungsmaßnahmen durchgeführt werden. So wird beispielsweise eine wirtschaftlich sinnvolle Reallokation der Finanzmittel durch Revision suboptimaler Investitionspläne einerseits sowie durch Änderung der bisher verfolgten Unternehmensstrategie andererseits ebenso möglich wie eine Konzentration der Unternehmenstätigkeit auf Kernbereiche, eine Rückführung der Diversifikation und einen Abbau von Überkapazitäten.

Auch wenn über den wirtschaftlichen Sinn und Nutzen manch strukturändernder Maßnahme an sich sowie über die ökonomische Sinnhaftigkeit von Unternehmensübernahmen und nachfolgenden Going Private Transaktion trefflich gestritten

werden kann,²²⁸ wird hierdurch in jedem Fall mit einer Effizienzsteigerung des Unternehmens, beispielsweise durch die Anreizwirkung aufgrund einer Kapitalbeteiligung des Managements, sowie mit erheblichen potentiellen Kosteneinsparungen durch Wegfall der Notierungsfolgekosten oder Reduktion der Agency-Kosten zu rechnen sein.²²⁹ Insbesondere Letzteres ist unter anderem auf die Monitoring-Funktion externer Finanzinvestoren zurückzuführen, die aufgrund ihres hohen Kapitaleinsatzes und ihrer hohen Beteiligung an der Gesellschaft ein besonders großes Interesse an einer effektiven Kontrolle und Überwachung des Managements haben und deren diskretionäre Spielräume einschränken.²³⁰

Jede gesetzliche Regelung oder gerichtliche Entscheidung, die die Anreize durch Durchführung einer Going Private Transaktion aufgrund eines zu starken Minderheitsschutzes abschwächen und damit den zu erzielenden Gewinn des Finanzinvestors zu sehr schmälern, ist dazu geeignet, wertsteigernde Transaktionen zu verhindern, die Effizienz des Kapitalmarktes zu reduzieren und dadurch insbesondere den Markt für Unternehmenskontrolle zu lähmen. So vertrat bereits das BVerfG in seiner *Feldmühle*-Entscheidung aus dem Jahre 1962, dass der Anlegerschutz hinter dem Interesse an einer „freien Entfaltung der unternehmerischen Initiative im Konzern“ zurücktreten müsse.²³¹

Trotz dieser gesamtwirtschaftlich positiven Implikationen dürfen dennoch die durch eine Going Private Transaktion aufgeworfenen potentiellen Probleme des Schutzes der Anleger nicht übersehen werden. So ist insbesondere die im Rahmen der Eingliederung, des Unternehmensvertrages, der Verschmelzung oder des

²²⁸ Vgl hierzu beispielsweise *Bästlein*, Zur Feindlichkeit öffentlicher Übernahmeangebote, S. 241 ff.

²²⁹ Vgl. zu diesen insbesondere in den USA zu beobachtenden Auswirkungen: *Kessel*, Der Leveraged Buyout in den USA und der Bundesrepublik – eine agency-theoretische Betrachtungsweise, S. 125 ff., 216 ff.

²³⁰ Zu bemerken ist jedoch an dieser Stelle, dass ein extremer Anstieg der Agency-Kosten hierzulande gegenüber den USA vermieden werden konnte, was vornehmlich auf die Zusammensetzung und Überwachungstätigkeit des Kontrollgremiums Aufsichtsrat zurückzuführen ist. Auch konnte in Deutschland in der Vergangenheit durch die enge Verbindung der Gesellschaften zu ihren Hausbanken und deren Vertretung im Aufsichtsrat der Gesellschaft ein unkontrolliertes Ausweiten diskretionärer Spielräume des Managements verhindert werden.

²³¹ BVerfGE 14, S. 263 ff.

Squeeze-Out unter dem Gesichtspunkt des Minderheitenschutzes bestehende Abfindungspraxis kritisch zu bewerten. Das in diesem Zusammenhang auftretende, die Höhe der Abfindung betreffende Problem der „asymmetrischen Informationsverteilung“²³² zwischen Insidern des Unternehmens und den Kapitalmarktteilnehmern sowie das damit typischerweise einhergehende „Zitronen-Problem“ wird seitens des Gesetzgebers nach wie vor ignoriert. Führt man sich vor Augen, dass in einer Situation, in der sich nur noch wenige Aktien im Streubesitz und damit nicht in der Hand des Finanzinvestors befinden, die Wahrscheinlichkeit einer Unterbewertung ansteigt, so gewinnt die Gefahr der Übervorteilung der Minderheitsaktionäre an Gewicht.²³³

Der Grund hierfür ist zunächst recht einfach: Während der Finanzinvestor daran interessiert ist, das Unternehmen zu einem möglichst günstigen Preis zu erwerben, möchte der Aktionär für seine Gesellschaftsanteile einen möglichst hohen Preis erzielen. Dieser Interessengegensatz wird im Rahmen eines gewöhnlichen Käufer/Verkäufer-Verhältnisses regelmäßig im Wege einer ausgeglichenen Verhandlungsführung gelöst. Das gilt jedoch nur dann, wenn beide Parteien ein annähernd ausgeglichenes Machtverhältnis besitzen. Dieses Gleichgewicht zwischen den Parteien ist bei einer Going Private Transaktion jedoch empfindlich gestört.²³⁴

Zwar besteht im Rahmen der zunächst zu vollziehenden Unternehmensübernahme nach dem WpÜG, in dessen Rahmen der Finanzinvestor zunächst die Kontrolle über die Gesellschaft im Wege des Erwerbs von Aktienpaketen verbunden mit einem öffentlichen Übernahmeangebot erwerben muss, noch kein Ungleichgewicht. Hier streben sowohl der bisherige Hauptaktionär, der seine Anteile an den Finanzinvestor veräußert, als auch der Minderheitsaktionär einheitlich einen möglichst hohen Preis an, der dem wahren Wert ihrer Gesellschaft gerecht wird, so dass dem Finanzinvestor annähernd gleichwertige Verhandlungspartner gegenüberstehen.

²³² Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (323); Rühland, S. 174.

²³³ Siehe hierzu ausführlich unten Teil 3.A.III.3. u. 4.

²³⁴ So auch Kleppe, S. 75.

Dies ändert sich jedoch schlagartig im Falle eines anschließenden Börsenrückzugs. Zu diesem Zeitpunkt ist der Finanzinvestor selbst bereits der Hauptaktionär der Gesellschaft, der den besseren Einblick in die derzeitige wirtschaftliche und finanzielle Lage der Gesellschaft hat. In einer Situation, in der ein Hauptaktionär im Besitz der Kontrolle über ein Unternehmen ist, entscheidet in der Regel dieser im Rahmen der gesetzlichen Publikationspflichten, welche Informationen dem Kapitalmarkt zum Zwecke der Preisbildung zu Verfügung stehen sollen. Der Kapitalmarkt wird jedoch eine Gesellschaft allein entsprechend den ihm zu Verfügung stehenden Informationen bewerten. Dies führt zu einem erheblichen Ungleichgewicht zulasten der Minderheitsaktionäre: Kann derjenige, der den besten Einblick in die Gesellschaft besitzt, die Höhe der Abfindung bestimmen, erscheint Skepsis gegenüber der Angemessenheit dieser Abfindung angebracht. Minderheitsaktionäre, die allein in Besitz der den Pflichtpublikationen zu entnehmenden Informationen sind, können aus Mangel an Information nicht beurteilen, ob das ihnen von dem Finanzinvestor offerierte Abfindungsangebot auch nur annähernd dem wahren Wert der Gesellschaft entspricht.

Angesichts der erheblichen Profite, die durch eine Going Private Transaktion bei einer bestehenden Unterbewertung der Zielgesellschaft zu realisieren sind, wird für den Hauptaktionär kein Anreiz bestehen, diese Informationsasymmetrie aufzuheben, da dies möglicherweise zu einem entsprechenden Anstieg des Börsenkurses führen würde. Stattdessen bestehen für den Finanzinvestor als Hauptaktionär ausreichende Möglichkeiten, den wahren Unternehmenswert der Gesellschaft zu verschleiern oder den Börsenkurs im Vorfeld einer solchen Transaktion bewusst zu drücken, um eine Unterbewertung der Gesellschaft zu erzielen oder zu erhalten.²³⁵ So kann der Finanzinvestor beispielsweise eine den Wert der Zielgesellschaft nicht unerheblich steigernde Transaktion zeitlich hinauszögern, um die daraus resultierenden Erträge und Wachstumschancen erst nach erfolgreicher Durchführung einer Going Private Transaktion auszuschöpfen. Ferner kann er im Rahmen seiner recht-

²³⁵ Vgl. allgemein zur Möglichkeit der Manipulation des Börsenkurses *Weber*, NZG 2000, S. 113 ff.; derartige Möglichkeiten sind seit Inkrafttreten der „Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV)“ vom 18. November 2003 erheblich eingeschränkt.

lichen Möglichkeiten gezielt kurssenkende Informationen in den Markt geben sowie entsprechend kurssteigernde Tatsachen zurückhalten.²³⁶ Den bei einem solchen Ungleichgewicht Unterlegenen zu schützen, ist grundsätzlich Ausdruck der allgemeinen Rechtsordnung.

Auch wenn Going Private Transaktionen für alle Beteiligten Vorteile bringen können,²³⁷ werden doch Fälle, in denen es zu einer Übervorteilung der Minderheitsaktionäre gekommen mag, häufig in der Öffentlichkeit diskutiert und schrecken Kleinanleger vor einer erneuten Investition ab. Eine solche Abschreckung gilt es jedoch zur Erhaltung der Finanzkraft des Kapitalmarktes zu vermeiden. Dementsprechend sind gesetzliche Regelungen oder gerichtliche Entscheidungen, die zu einer Einschränkung der Minderheitsrechte führen, mit der Erkenntnis, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ganz wesentlich von der Effektivität Anleger schützender Vorschriften abhängt, nicht vereinbar.²³⁸

Um in dem vorgenannten Spannungsfeld den aus gesamtwirtschaftlicher Sicht legitimen Interessen der Finanzinvestoren einerseits und den aus rechtlicher Sicht schützenswerten Interessen der Minderheitsaktionäre andererseits gleichermaßen gerecht zu werden, ist zwingend erforderlich, dass die gesetzlichen Regelungen hinsichtlich Übernahmeverfahren, Delisting und Squeeze-Out in ihrer Gesamtwirkung zum einen dazu dienen, Minderheiten an den ökonomischen Vorteilen einer Unternehmensübernahme durch einen Finanzinvestor hinreichend partizipieren zu lassen und sie im Falle einer Going Private Transaktion entsprechend zu schützen. Zum anderen sollten die entsprechenden Regelungen derartige Transaktionen auch ökonomisch fördern. Nur dann sind die bestehenden Regelungen dazu geeignet, die Finanzierungskraft des Kapitalmarktes durch Unterstützung und Förderung der

²³⁶ Dies hat auch das BVerfG in seinem DAT/Altana-Beschluss (BVerfGE 100, S. 289 (304) = ZIP 1999, S. 1436 ff.) festgestellt. Danach soll der Börsenkurs einer Gesellschaft die Untergrenze bei der Bestimmung eines Barabfindungsangebots darstellen. Dies zeigt, dass auch das BVerfG davon ausgeht, dass der Börsenkurs einer Gesellschaft regelmäßig unter dem wahren Wert der Gesellschaft liegt.

²³⁷ So *Richard*, M&A Review 1999, S. 373 (377); *Richard/Weinheimer*, BB 1999, S. 1613 (1620).

²³⁸ Siehe hierzu oben Teil 2.B.I.; *Meilicke/Heidel*, DB 2004, S. 1479 (1479).

Investitionen durch Finanzinvestoren nachhaltig zu stärken und können damit unter dem Aspekt der Kapitalmarkteffizienz als sinnvoll erachtet werden.

Ob der in Deutschland gegebene rechtliche Regelungsrahmen, bestehend aus den geltenden gesetzlichen Vorschriften sowie den zu beachtenden gerichtlichen Entscheidungen, diesen Ausgleich zu schaffen vermag, soll nachfolgend untersucht werden.

Teil 3: Die Going Private Transaktion aus Sicht des Finanzinvestors

A. Die Vorbereitung einer Going Private Transaktion

Der sorgfältigen Vorbereitung und Strukturierung einer Going Private Transaktion kommt besondere Bedeutung zu. So ist beispielsweise die Frage wesentlich, ob die der Transaktion zugrunde liegende Unternehmensübernahme freundlichen oder feindlichen Charakter hat. So hat der Investor im Fall einer freundlichen Übernahme, bei der er durch das Management der Zielgesellschaft unterstützt wird, einen deutlich besseren Zugang zu den unternehmensbezogenen Daten und Informationen als im Falle einer feindlichen Übernahme. Der „freundliche Übernehmer“ kann somit die Zielgesellschaft im Vorfeld der Transaktion einer weitaus intensiveren Überprüfung unterziehen, was im Ergebnis dazu führt, dass sein Risiko, im Rahmen der Going Private Transaktion nicht die gewünschte Rendite zu erzielen, aufgrund einer besseren Informationsbasis sinkt.

Aufbau und Strukturierung einer Going Private Transaktion erfolgt in der Regel in drei Schritten: Zunächst werden in einem ersten Schritt vorbereitende Maßnahmen getroffen, in denen eine geeignete Zielgesellschaft identifiziert und analysiert wird, erste Gespräche mit Großaktionären zur Sicherung eines möglichst umfangreichen Aktienpaketes geführt werden sowie die Struktur zur Finanzierung der Transaktion festgelegt wird. In einem zweiten Schritt wird ein öffentliches Übernahmeverfahren mit dem Ziel der Konzentration der Eigentümerstruktur durchgeführt, dem in einem dritten Schritt die Anwendung einer Going Private Technik folgt. Dieses Kapitel widmet sich zunächst dem ersten Schritt, der Vorbereitung der Transaktion.

I. Voranalyse und Suche nach einer Zielgesellschaft

Die Voranalyse und Suche nach einer für die Going Private Transaktion geeigneten Zielgesellschaft stellt in sich einen mehrstufigen Entscheidungsprozess dar, an dessen Ende der Finanzinvestor zu einem Urteil über die Investitionsmöglichkeit

gelangt.²³⁹ Eine Analyse der in Europa aktiven Private-Equity Gesellschaften zeigt, dass die Kriterien, nach denen die Finanzinvestoren im Rahmen dieser Voranalyse potentielle Zielgesellschaften evaluieren, kaum voneinander abweichen.²⁴⁰

Zunächst wird im Wege einer Grobanalyse das Potential der Investition untersucht, d.h. die generelle Möglichkeit des Investors, durch die Transaktion Erträge zu generieren. Hierbei werden beispielsweise Einflussfaktoren wie Marktpotential, Produktdifferenzierung und Wettbewerbsposition beleuchtet. So sollte das Unternehmen über eine führende Marktposition in einem abgegrenzten, etablierten Markt mit signifikanten Eintrittsbarrieren verfügen, einen oder mehrere starke Markennamen sowie eine gute Reputation haben. Ferner ist die Größe des Unternehmens entscheidend. Dieses sollte möglichst so groß sein, damit im Rahmen der Transaktion ein wesentlicher Betrag investiert und damit eine bedeutende Rendite erzielt werden kann. Nur dann ist ein klares Exit-Szenario vorstellbar. Letztlich bevorzugen Finanzinvestoren zur Erfüllung ihrer Renditeerwartung auch Unternehmen, die hinsichtlich ihrer Gewinnchancen ein hohes Wachstumspotential aufweisen, wobei unerheblich ist, ob dieses Wachstum organisch, durch Akquisitionen oder durch eine Re-Positionierung generiert wird.

Im Rahmen der Grobanalyse kommt darüber hinaus einer Untersuchung der Anteilsstruktur der Zielgesellschaft besondere Bedeutung zur. Hierbei werden sowohl die unterschiedlichen Aktionärsgruppen identifiziert als auch die Verfügbarkeit der Anteile analysiert. Nur dann, wenn die Gesellschaft über einen geringen Free-Float, d.h. über einen oder mehrere Großaktionär/e verfügt, kann sich der Investor durch Abschluss von Paketkaufverträgen bereits vor dem eigentlichen Beginn der Going Private Transaktion eine Mehrheitsbeteiligung an der Gesellschaft sichern. Hierdurch sinkt das Risiko des Scheiterns der Going Private Pläne des Finanzinvestors erheblich. Auch der Umfang der Handelsaktivitäten in den Wertpapieren

²³⁹ Siemes, S. 131.

²⁴⁰ Nachfolgende Ausführungen sind vornehmlich auf Interviews zurückzuführen, die die Verfasserin mit Partnern von in Deutschland aktiven Finanzinvestoren, namentlich Dr. Roland Egerer (*Deutsche Beteiligungs AG*), Dr. John Jessen (*Bridgepoint*) und Dr. Dennis Schulze (*Carlyle Group*), geführt hat.

der Zielgesellschaft kann eine Aussagekraft hinsichtlich der Eignung einer Zielgesellschaft als potentieller Going Private-Kandidat haben,²⁴¹ so dass der Finanzinvestor im Rahmen seiner Analyse der Zielgesellschaft auch dieser Kennziffer Beachtung schenken wird.

Erfüllt eine Zielgesellschaft vorgenannten Kriterien, erfolgt im Rahmen einer Detailanalyse eine weitere Plausibilitäts- und Sensitivitätsprüfung. Hierbei wird beispielsweise mit Hilfe von Szenarioanalysen die Standfestigkeit der Zielgesellschaft in Abhängigkeit unterschiedlicher Umweltbedingungen durchleuchtet.²⁴² Ferner wird im Wege einer detaillierten Finanzplanung untersucht, ob das Unternehmen über einen prognostizierbaren, hohen Cash Flow verfügt. Dies ist zur Rückzahlung der Fremdkapitalverbindlichkeiten, die in der Regel aufgrund der Transaktion entstehen, und somit zur Sicherung der Finanzierung derselben unverzichtbar.²⁴³ Hierbei soll ebenfalls festgestellt werden, ob – zumindest über einen kurzfristigen Zeitraum von drei bis fünf Jahren – keine substantiellen Investitionen in das Anlagevermögen der Gesellschaft erforderlich sind, so dass der Cash Flow auch tatsächlich zur Rückführung des Fremdkapitals verwendet werden kann.

Wichtiges Kriterium, welches im Rahmen der Detailanalyse untersucht wird, ist ferner die Frage der Bewertung des Zielunternehmens im Vergleich zu anderen Unternehmen aus derselben, an sich als aussichtsreich erachteten Branche. Hierbei sollen insbesondere die Wertpotentiale analysiert werden, die mittels einer Going Private Transaktion besonders schnell und umfassend ausgeschöpft werden können. Dies zeigt, dass Going Private Transaktionen nicht nur in schwachen Börsenzeiten attraktiv sind, sondern immer dann, wenn die relative Bewertung eines einzelnen Unternehmens niedriger ist als es aus Sicht des Investors gerechtfertigt wäre und die Möglichkeiten der Wertsteigerung außerhalb der Börse die Zukunftsaussichten der Gesellschaft an der Börse übersteigen.

²⁴¹ Richard, M&A Review 1999, S. 373 (373); so deuten geringe Handelsaktivitäten häufig darauf hin, dass Aktionäre möglicherweise schwerer von einer Veräußerung ihrer Anteile im Rahmen eines Übernahmeangebots zu überzeugen sind.

²⁴² Siemes, S. 133.

²⁴³ Siehe unten Teil 3.A.III.

Da Finanzinvestoren in der Regel nicht auf die operative Führung der Geschäfte des Zielunternehmens spezialisiert sind, ist für sie darüber hinaus von Bedeutung, dass die Zielgesellschaft über ein funktionierendes und motiviertes Management-Team verfügt. Grund hierfür ist, dass der Finanzinvestor ein gesteigertes Interesse daran hat, nach der Durchführung einer Going Private Transaktion mit dem bisherigen Management weiterzuarbeiten, um das vorhandene Wissen über die Gesellschaft in dem Unternehmen zu belassen.²⁴⁴ Nur so kann sichergestellt werden, dass nachfolgend geplante Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die Fortführung und der Ausbau des Geschäfts des Zielunternehmens ohne Reibungsverluste vollzogen werden kann.

Zur abschließenden Analyse der rechtlichen Ausgangslage wird der Finanzinvestor – sofern möglich – eine Due Diligence bei der Zielgesellschaft durchführen.²⁴⁵ Diese sollte sich unter anderem mit der Gesellschaftsstruktur, Satzungsbesonderheiten, Anteilsarten, ausstehenden Optionsrechten, kartellrechtlich relevanten Informationen, der möglichen Existenz von Change-of-Control Klauseln in bedeutenden Verträgen, Vertretungs- und Vollmachten sowie der Besetzung der Organe der Zielgesellschaft befassen.²⁴⁶

Kommt der Finanzinvestor im Rahmen dieser umfassenden Voranalyse zu dem Ergebnis, dass es sich bei der Zielgesellschaft um einen geeigneten Going Private-Kandidaten handelt, wird er in die nächste Phase der Vorbereitung eintreten: die Initiierung der Transaktion durch Aufnahme der Kaufvertragsverhandlungen mit einem oder mehreren Großaktionär/en.

²⁴⁴ Eine Analyse vergangener Going Private Transaktionen zeigt, dass in der Regel maximal eine Person im Management ausgetauscht wird.

²⁴⁵ Ohne eine vorherige Due Diligence wird kein Finanzinvestor das Risiko einer Investition in eine Zielgesellschaft eingehen. Daraus folgt, dass Finanzinvestoren ausschließlich freundliche Übernahmen durchführen werden, die von dem Management der Zielgesellschaft unterstützt und gefördert sind. Nur in einem solchen Fall wird das Management die erforderliche Due Diligence bei der Zielgesellschaft gestatten.

²⁴⁶ Viele dieser Informationen können bereits vorab durch Handelsregisteranfragen, Auswertung von Geschäfts- und Presseberichten, Unternehmensdatenbanken oder dem Bundesanzeiger beschafft werden.

II. Initiierung der Transaktion / Kaufvertragsverhandlungen

These 7:

Für den Finanzinvestor bestehen gegenwärtig hinreichend flexible Möglichkeiten der Kaufvertragsgestaltung, um seine Interessen auch bei einem Scheitern seines Übernahmeangebots zu wahren.

Ist eine geeignete Zielgesellschaft gefunden, folgt in der Vorbereitungsphase der nächste Schritt: das Sichern einer wesentlichen Beteiligung durch den Kauf von Aktienpaketen von Großaktionären.²⁴⁷ Dieser wird in Deutschland wesentlich durch die Tatsache begünstigt, dass sich hierzulande mehr als die Hälfte aller börsennotierten Gesellschaften in Mehrheitsbesitz befinden.²⁴⁸ Für den Finanzinvestor bietet es sich deshalb an, im Vorfeld eines Übernahmeangebots Verhandlungen mit einem Mehrheitsaktionär über eine Paketübernahme zu führen, um auf einer breiten Beteiligungsbasis ein Übernahmeangebot an die außenstehenden Aktionäre anzuschließen. Als Käufer der Aktienpakete tritt hierbei regelmäßig nicht der Finanzinvestor selbst auf. Vielmehr wird zum Zwecke der Übernahme der Anteile regelmäßig eine Erwerbergesellschaft ins Leben gerufen („NewCo“).

Aufgrund der Regelung des § 35 WpÜG, wonach bei Erreichen einer Kontrollschwelle in Höhe von 30% der Stimmrechte an einer börsennotierten Zielgesellschaft eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Übernahmeangebots ausgelöst wird,²⁴⁹ kommt der genauen Ausgestaltung des Paketkaufvertrages besondere Bedeutung zu. Grund hierfür ist, dass der Finanzinvestor mit Abschluss des Paketkaufvertrages in der Regel zwei Interessen verfolgt: Zum einen möchte er sich möglichst viele Anteile – und damit indirekt seinen eigenen Einflussbereich – sichern, um zusammen mit den Anteilen, die er im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots erwerben kann, eine maximale Beteiligungsquote an der Zielgesellschaft zu halten. Zum anderen sind die Anteile der Großaktionäre für den Fi-

²⁴⁷ Beermann/Masucci, FB 2000, S. 705 (707).

²⁴⁸ Siehe oben Teil 2.A.II.

finanzinvestor für sein Vorhaben aber nur dann von Interesse, wenn er nach Abschluss des Übernahmeverfahrens zumindest so viele Anteile besitzt, dass er den Börsenrückzug der Zielgesellschaft initiieren und durchsetzen kann.²⁵⁰ Kann er diese Beteiligungsquote nicht bereits durch Paketkaufverträge mit Großaktionären erreichen, wird er in der Regel erst nach Abschluss des Übernahmeangebots Gewissheit darüber haben, wie viele Anteile er am Ende halten wird. Ihm ist daher nicht damit gedient, durch Abschluss der Paketkaufverträge die Kontrolle über die Gesellschaft zu erlangen und zur Abgabe eines dem strengsten Regelungsregime des WpÜG unterliegenden Pflichtangebots verpflichtet zu sein, nach dessen Abschluss er sich möglicherweise mit einer Beteiligungsquote von unter 75% der Anteile wieder findet.

Diesen Interessenkonflikt kann der Finanzinvestor in der Regel durch Abschluss von Paketkaufverträgen lösen, deren dinglicher Vollzug aufschiebend bedingt ist auf den erfolgreichen Abschluss eines öffentlichen Übernahmeangebots. Dies hat für den Finanzinvestor vielfältige Vorteile: Zunächst hat er durch Unterzeichnung der Paketkaufverträge den Erwerb einer bestimmten Anzahl an Aktien der Zielgesellschaft gesichert. Da der dingliche Vollzug erst zu einem späteren Zeitpunkt – nämlich mit erfolgreichem Abschluss des Übernahmeverfahrens – eintritt, werden dem Investor die Anteile an der Zielgesellschaft zum Zeitpunkt des Vertragschlusses noch nicht zugerechnet. Er ist daher nicht zur Veröffentlichung eines Pflichtangebots verpflichtet. Vielmehr dokumentiert der Tag der Vertragsunterzeichnung lediglich die Entscheidung des Bieters gemäß § 10 WpÜG, ein freiwilliges Übernahmeverfahren durchzuführen, was er sodann nach den Regelungen des WpÜG zu veröffentlichen hat.²⁵¹ Das freiwillige Übernahmeangebot kann der Finanzinvestor unter die aufschiebende Bedingung stellen, dass er nach Abschluss des Übernahmeverfahrens zusammen mit den Anteilen der Großaktionäre beispielsweise mindestens 75% oder gar 95% der Anteile hält.²⁵² Gelingt ihm das

²⁴⁹ Siehe hierzu ausführlich unten Teil 3.B.III.2.a.

²⁵⁰ Der Finanzinvestor strebt daher in der Regel immer eine Beteiligungshöhe von mindestens 75% der Anteile an.

²⁵¹ Siehe hierzu ausführlich unten Teil 3.B.II.1.a.

²⁵² Siehe hierzu unten Teil 3.B.I.3.b.

nicht und verzichtet er nicht rechtzeitig auf das Erreichen einer derartigen „Mindestakzeptanzschwelle“, ist das Übernahmeangebot gescheitert. In diesem Fall ist auch das Eintreten der aufschiebenden Bedingung der Paketkaufverträge – nämlich die erfolgreiche Durchführung des Übernahmeverfahrens – endgültig gescheitert, so dass es zu keiner dinglichen Übertragung und damit zu keiner Zahlungsverpflichtung des Finanzinvestors gegenüber den Großaktionären kommt. Der Finanzinvestor hat in diesem Fall – abgesehen von seinen bisherigen Beraterkosten und den Kosten des Übernahmeverfahrens – keinerlei Verluste zu tragen.²⁵³ Sein diesbezügliches Risiko ist demnach gering.

III. Festlegung der Finanzierungsstruktur

These 8:

Der Finanzinvestor kann die Finanzierungsstruktur der Transaktion so gestalten, dass der Principal-Agent-Konflikt weitgehend gelöst und große Produktivitäts- und Effizienzgewinne erzielt werden können.

Dreh- und Angelpunkt bei der Vorbereitung und Durchführung einer Going Private Transaktion ist letztlich die Festlegung des Finanzierungskonzeptes. Hierbei ist zu beachten, dass es für den Finanzinvestor nicht nur gilt, die Finanzierung des Kaufpreises für die Anteile an der Zielgesellschaft sicherzustellen. Er hat vielmehr ebenso für die Ausstattung der Gesellschaft mit ausreichendem Working Capital zur Sicherung der Weiterentwicklung des Unternehmens Sorge zu tragen.²⁵⁴

²⁵³ Problematisch ist jedoch, dass in einem solchen Fall das Risiko eines erfolgreichen Übernahmeangebots von dem Hauptaktionär getragen wird. Wird die Mindestakzeptanzschwelle im Übernahmeverfahren nicht erreicht, kann auch er seine Anteile im Rahmen des Paketkaufvertrages nicht an den Finanzinvestor veräußern. Hat sich ein Hauptaktionär jedoch einmal zum Verkauf entschieden, möchte er diesen in der Regel auch tatsächlich vollziehen, und nicht von Faktoren abhängig machen, deren Eintritt er nicht beeinflussen kann. Hier ist daher erhebliches Verhandlungsgeschick des Finanzinvestors gefragt.

²⁵⁴ Siemes, S. 185.

Wie bereits dargestellt, benötigen Finanzinvestoren zur Durchführung der Transaktion ein funktionierendes und motiviertes Management-Team.²⁵⁵ Hinzu kommt, dass die Mitglieder des Managements künftig ähnliche Ziele verfolgen sollten wie der Finanzinvestor selbst. Um eine solche Homogenität und Synchronisation der Interessen herzustellen, sind die Finanzinvestoren in der Vergangenheit häufig dazu übergegangen, das Management an dem zu erwerbenden Unternehmen zu beteiligen. Aus einer solchen Beteiligung des bereits amtierenden Managements am Zielunternehmen resultiert die Bezeichnung „Management Buy Out“ (MBO), bei dem das bereits im Unternehmen tätige Management in die unternehmerische Rolle wechselt. Demgegenüber übernimmt bei einem „Management Buy In“ (MBI) ein externes Management-Team eine Beteiligung an dem Zielunternehmen sowie dessen Leitung.²⁵⁶

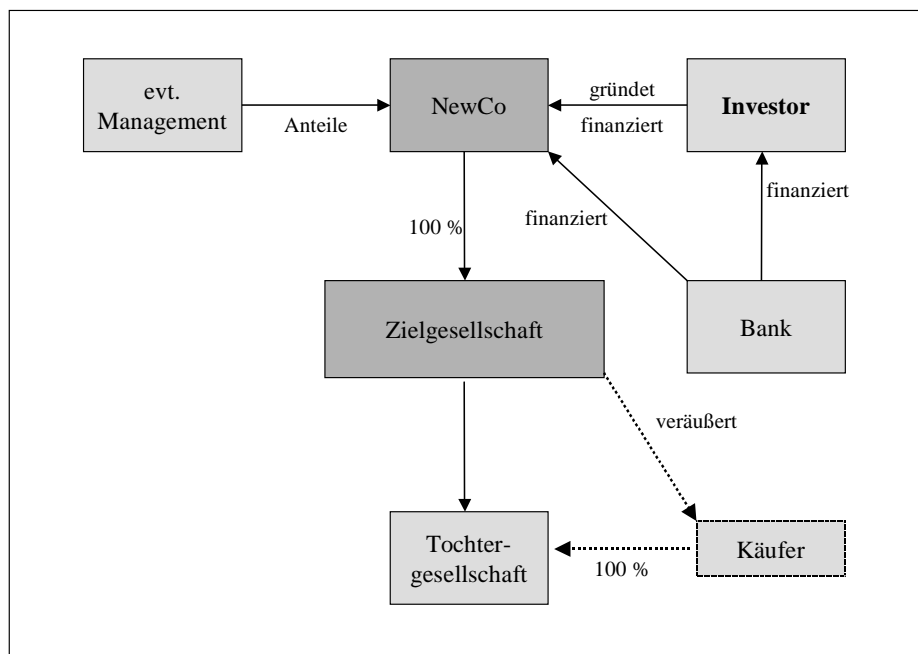
Nach Identifizierung eines geeigneten Management-Teams steht die Frage der Finanzierung im Vordergrund. Ziel des Finanzinvestors ist hierbei, die Transaktionsstruktur derart zu gestalten, dass für die Bedienung und Besicherung der Finanzierung auf das Cashflow und das Vermögen der Zielgesellschaft zurückgegriffen werden kann. Dies erreicht der Finanzinvestor in der Regel im Wege eines „Leveraged-Buy-Out“ (LBO).²⁵⁷ Dieser bezeichnet die Übernahme eines Unternehmens durch unternehmensfremde oder betriebszugehörige Investoren und tauchte in den 1980ern sehr häufig in den USA auf.²⁵⁸ Charakteristisch für diese Formen des Erwerbs eines Unternehmens ist der relativ geringe Einsatz von Eigenmitteln. Der wesentliche Teil des benötigten Kapitals wird durch Fremdkapital, in der Regel durch Bankkredite, beschafft, deren Besicherung über die Vermögenswerte bzw. den Cash Flow der Gesellschaft erfolgt. Die Zins- und Tilgungsraten werden aus dem zukünftigen Ertrag der übernommenen Gesellschaft, oft aber auch durch den

²⁵⁵ Siehe hierzu oben Teil 3.A.I.

²⁵⁶ *Eisele/Götz/Walter*, FB 2003, S. 479 (481); ein solcher MBI kommt in der Praxis jedoch relativ selten vor, da in einem solchen Fall ein fremdes Management, welches die Gesellschaft nicht kennt, das Unternehmen leiten würde. Wie bereits erwähnt (siehe oben Teil 3.A.I.) wird dies von dem Finanzinvestor in der Regel nicht gewünscht.

²⁵⁷ Vgl. hierzu ausführlich *Opler/Titman*, *Journal of Finance* 1993, S. 1985 ff.

Verkauf von Unternehmensteilen, d.h. aus dem Substanzwert der Gesellschaft, finanziert.²⁵⁹ Dies ermöglicht dem Finanzinvestor die Erzielung eines beachtlichen Leverage-Effektes: Dieser wird dadurch generiert, dass in Fällen, in denen die Gesamtrentabilität der Gesellschaft über dem Fremdkapitalzinssatz liegt und dadurch der Verschuldungsgrad der Zielgesellschaft erhöht wird, die Eigenkapitalrendite steigt.²⁶⁰ Demzufolge erhöht sich die Rendite für das von dem Finanzinvestor investierte Eigenkapital.²⁶¹ Nachfolgend ist die Struktur eines LBO graphisch dargestellt:



Quelle: eigene Darstellung

²⁵⁸ Hierbei kaufte eine kleine Gruppe von Investoren, meistens zusammen mit einem Buy-Out Spezialisten wie Kohlberg Kravis Roberts eine Firma auf, um sie in Privatbesitz zu bringen, wobei der Kauf meistens zu 90% fremdfinanziert wurde.

²⁵⁹ Lexikon der Deutschen Bank, vgl. www.deutsche-bank.de.

²⁶⁰ *Beermann/Masucci*, FB 2000, S. 705 (706); zur genauen Berechnung des Leverage Effektes vgl. *Then Bergh*, *Leveraged Management Buyout: Konzept und agency-theoretische Analyse*, S. 8.

²⁶¹ Zu beachten ist hierbei jedoch, dass sich diese Hebelwirkung umdrehen und zu einer die Unternehmensexistenz bedrohenden Situation entwickeln kann, wenn der Verschuldungsgrad der Zielgesellschaft zu hoch ist. Auch steigen bei einem höheren Verschuldungsgrad die von den Banken geforderten Fremdkapitalzinsen, was den Leverage Effekt schmälert; vgl. *Siemes*, S. 146, Fn. 597.

Der Vorteil einer solchen Finanzierung liegt für den Finanzinvestor klar auf der Hand: Zum einen entstehen durch die Fremdfinanzierung des Unternehmenskaufs fixe Zahlungsverpflichtungen der Zielgesellschaft an die externen Kapitalgeber (Banken), die, sofern erforderlich, auch gerichtlich eingeklagt werden können. Diese mit der Sanktionsmöglichkeit einer gerichtlichen Erzwingbarkeit verbundene Pflicht zur Zahlung von Tilgungsraten reduziert den Entscheidungsspielraum des Managements der Zielgesellschaft: Dieses wird dazu gezwungen, in Projekte zu investieren, deren Rendite über den Kapitalkosten liegt. Hierbei ersetzen die Tilgungsraten in effizienter Weise die Dividendenzahlungen: Die Aufnahme von Fremdkapital kommt im Ergebnis einem Versprechen zur Generierung ausreichenden Cashflows gleich, welches das Management allerdings weitaus stärker bindet als ein Versprechen zur Dividendenzahlung. So wird das Management durch den Zwang der Ausschüttung der Überschüsse an die externen Kapitalgeber zu einer effizienteren Unternehmenspolitik angehalten und daran gehindert, in nicht wertsteigernde Projekte zu investieren. In diesem Fall kommt dem Einsatz von Fremdkapital eine Kontrollfunktion²⁶² zu, durch die die durch den Free Cash Flow verursachten Agency-Kosten vermindert werden können.²⁶³

Dieser Effekt wird durch die Beteiligung des Management im Wege eines „Leveraged-Management-Buy-Out“ (LMBO) verstärkt: Hält das Management der Zielgesellschaft selbst einen nicht unwesentlichen Aktienanteil an der Gesellschaft, führt dies zu einem Selbstmonitoring der Unternehmensführung und verringert den Anreiz zu Missmanagement.²⁶⁴ Eigentum und Kontrolle sind daher im Falle eines LMBO nicht mehr getrennt. Dadurch entfällt die Grundlage des Principal-Agent-Konflikts²⁶⁵, so dass der Finanzinvestor durch einen LMBO große Produktivitäts- und Effizienzgewinne erwarten kann.

²⁶² So die Kontrollhypothese von Jensen, der dem Fremdkapital eine Kontrollfunktion zuordnet, vgl. *Jensen*, American Economic Review, Papers and Proceedings 1986, S. 323 ff.

²⁶³ Siehe hierzu oben Teil 1.B.I.2; zu beachten ist jedoch, dass auch Agency-Kosten des Fremdkapitals entstehen; die Grenzkosten dürfen den Grenznutzen daher nicht übersteigen.

²⁶⁴ *Jensen*, Harvard Business Review 1989, S. 61 (66).

²⁶⁵ Siehe hierzu oben Teil 1.B.I.2.

Zum anderen senkt die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen von der Steuerbemessungsgrundlage die Steuerlast auf Unternehmensebene. Gleichzeitig kann durch geschickte Gestaltung der Transaktion zusätzliches steuerliches Abschreibungspotential generiert werden. Zwar wurde der so genannte Step-Up²⁶⁶ mit der Reform der Unternehmensbesteuerung abgeschafft. Die Minderung der Steuerlast wirkt sich dennoch positiv auf die Eigenkapitalrentabilität aus, was den Wert des Eigenkapitals zugunsten der Gesellschaft und damit zugunsten des Finanzinvestors als künftigen Mehrheits- oder Alleingesellschafter erhöht.

Sämtliche dieser Erwägungen führen zunächst zu folgender Schlussfolgerung: Je höher der Anteil der Fremdfinanzierung an den Kosten der Akquisition, umso geringer ist das von dem Finanzinvestor einzusetzende Eigenkapital und desto höher ist dessen mögliche Rendite.

Begrenzt wird die freie Möglichkeit zur Strukturierung der Finanzierung der Transaktion allerdings durch gesetzliche Vorschriften wie etwa den Kapitalerhaltungssatz und den Gleichbehandlungsgrundsatz (§§ 53a, 57 Abs. 3 und 71a AktG).²⁶⁷ So ist die Besicherung der Finanzierung durch die Aktiva der Zielgesellschaft unzulässig, wenn die Sicherungstechnik der Finanzierung gegen diesen Grundsatz verstößt.²⁶⁸ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Sicherungstechnik im Ergebnis zu einer unzulässigen Auszahlung an den Finanzinvestor als Aktionär der Gesellschaft führt oder diese eine Unterbilanz bzw. Überschuldung der Gesellschaft herbeiführt bzw. vertieft.²⁶⁹ Darüber hinaus ist zu beachten, dass ein hoher Verschuldungsgrad auch Gefahren für ein Unternehmen mit sich bringt. So können wirtschaftliche Veränderungen wie beispielsweise eine Änderung der Zinsstruktur ein vorwiegend fremdfinanziertes Unternehmen schnell in finanzielle Schwierigkeiten bringen; so mangelt es nicht an praktischen Beispielen, in denen zu hohe Schulden zu einer schleichenden Verschlechterung des Unternehmenswertes füh-

²⁶⁶ Schaffung steuerlichen Abschreibungsvolumens aus der Buchwertaufstockung der übernommenen Aktiva.

²⁶⁷ Siehe hierzu bereits oben Teil 2.A.I.1 und 2.

²⁶⁸ *Nussbaum*, Besicherung durch die Aktiva der Zielgesellschaft im Leveraged Buyout: eine Untersuchung über fraudulent conveyance laws und den §§ 30, 31 GmbHG; S. 102.

ren.²⁷⁰ Den Vorteilen des Fremdkapitals sind dementsprechend die Kosten des Financial Distress gegenüber zu stellen.²⁷¹

Jensen sieht jedoch genau in der Tatsache, dass sich stark fremdfinanzierte Unternehmen schneller finanziellen Problemen gegenübersehen als eigenkapitalfinanzierte Unternehmen, einen wesentlichen Vorteil eines LBO: „LBOs do get into financial trouble more frequently than other public corporations do. But few LBOs ever enter into formal bankruptcy.“²⁷² Grund hierfür ist nach *Jensen* die sich auf die Unternehmensführung auswirkende disziplinierende Wirkung des Fremdkapitals. So zwingt die Fremdfinanzierung das Management im Falle einer Krise des Unternehmens dazu, sofortige Gegenmaßnahmen – wie beispielsweise eine Umstrukturierung – zu ergreifen und so auf die Krise der Gesellschaft zu reagieren, was häufig eine Insolvenz der Zielgesellschaft verhindert.²⁷³

Die optimale Kapitalstruktur zur Finanzierung des Kaufpreises mit einer maximalen Eigenkapitalrendite („Leverage Effekt“) zu finden, ist sicherlich eine der schwierigsten Aufgaben, vor denen sich der Finanzinvestor im Vorfeld einer Going Private Transaktion sieht. Dies gilt heute umso mehr als noch vor einigen Jahren: Während es vor nicht allzu langer Zeit noch möglich war, 70% bis 80% des Kaufpreises über Fremdkapital zu finanzieren, ist die Fremdfinanzierungsquote mittlerweile auf ca. 60% gesunken. Grund hierfür sind insbesondere die Einführung der Basel-II Regelungen und die dadurch gestiegene Risikoaversion der Banken.²⁷⁴

Im Ergebnis wird die Finanzierung der Transaktion regelmäßig durch Rückgriff auf eine Mischung aus vorrangigem Fremdkapital, nachrangigem Fremdkapital und Eigenkapital erfolgen.²⁷⁵ Hierbei unterliegt das vorrangige Fremdkapital dem

²⁶⁹ Nussbaum, S. 250 ff.

²⁷⁰ Z.B. Honsel, Edscha, TMD Friction; vgl. hierzu auch Manager Magazin 8/2006, S. 75 ff. („Grenzen der Gier“; Verf.: Freitag/Werres).

²⁷¹ Vgl. hierzu ausführlich Opler/Titman, Journal of Finance 1993, S. 1985 ff.

²⁷² Jensen, Harvard Business Review 1989, S. 61 (72).

²⁷³ Jensen, Harvard Business Review 1989, S. 61 (73).

²⁷⁴ Eisele/Götz/Walter, FB 2003, S. 479 (481).

²⁷⁵ Vgl. hierzu ausführlich Then Bergh, S. 64 ff.

geringsten Risiko, da es durch dingliche Sicherheiten – regelmäßig Assets der Zielgesellschaft – besichert ist. Demgegenüber wird das mit einem schwächeren Rückzahlungsanspruch ausgestattete nachrangige Fremdkapital über den Cash Flow der Zielgesellschaft erwirtschaftet, was dazu führt, dass sich die Banken in der Regel gewisse Informations- und Mitspracherechte einräumen lassen, um ihre Macht zu sichern.²⁷⁶ Um letztlich eine Eigenkapitalquote der Zielgesellschaft in Höhe von ca. 30% - 40% zu sichern, erfolgt zusätzlich zu der Fremdfinanzierung eine Ausstattung der Gesellschaft mit Eigenkapital durch den Finanzinvestor selbst oder das Management.

IV. Zusammenfassung

Kommt der Finanzinvestor nach einer Analyse der wirtschaftlichen und rechtlichen Ausgangssituation der Zielgesellschaft zu dem Ergebnis, dass es sich bei dieser um einen geeigneten Going Private-Kandidaten handelt, bestehen für ihn hinreichend flexible Möglichkeiten der Gestaltung der Kaufverträge hinsichtlich der zu erwerbenden Anteile, um sich auch bei einem Scheitern des Übernahmeangebots weitgehend schadlos zu halten. Vor allem durch die Beteiligung des Managements der Zielgesellschaft im Rahmen eines LMBO kann ferner die Finanzierungsstruktur der Transaktion so gestaltet werden, dass der Principal-Agent-Konflikt weitgehend gelöst und der Finanzinvestor so große Produktivitäts- und Effizienzgewinne bei der Zielgesellschaft erwirtschaften kann.

²⁷⁶ Sogenannte „Covenants“, die beispielsweise die künftige Kreditaufnahme der Gesellschaft oder auch deren unternehmerische Aktivität betreffen.

B. Das Übernahmeverfahren nach dem WpÜG

Nach Abschluss der vorbereitenden Maßnahmen wird sodann in einem nächsten Schritt ein öffentliches Übernahmeverfahren mit dem Ziel der Konzentration der Eigentümerstruktur durchgeführt.

Neben dem Zukauf von Anteilen an der Zielgesellschaft über die Börsen und dem Abschluss von Paketkaufverträgen mit Großaktionären wird der Erwerber insbesondere durch die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots versuchen, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen, um einen anschließenden Rückzug von der Börse durchzuführen. Hierbei hat er im Rahmen der Übernahme zunächst die Regelungen des WpÜG zu beachten.

Nachfolgend soll untersucht werden, ob diese Regelungen zum Übernahmeverfahren den gewünschten Ausgleich zwischen den schützenswerten Interessen der Minderheitsaktionäre einerseits und denen des Finanzinvestors andererseits herzustellen vermögen. Zu diesem Zweck wird im Folgenden nach einer einleitenden Darstellung der Regelungen des Gesetzes zunächst der Verlauf eines freiwilligen Übernahmeverfahrens nach dem WpÜG aufgezeigt. Im Anschluss daran werden die dem Minderheitenschutz dienenden Regelungen des WpÜG im Hinblick darauf beleuchtet, ob sie einen ausreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre gewährleisten, ohne einen Finanzinvestor von seiner Absicht, ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, abzubringen.

I. Vorbemerkungen

Mit Inkrafttreten des WpÜG zum 1.1.2002 wurde in Deutschland erstmals eine allgemeinverbindliche gesetzliche Regelung für öffentliche Angebote zum Erwerb von Wertpapieren geschaffen. Das Gesetz ersetzt den – nur nach freiwilliger Anerkennung verbindlichen²⁷⁷ – Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommis-

²⁷⁷ Kalss, in Semler/Volhard, § 51 Rn. 15.

sion von 1995/1998. Es bezweckt, den Wirtschaftsstandort und Finanzplatz Deutschland zu stärken, indem einheitliche Rahmenbedingungen für ein faires und geordnetes Verfahren bei Unternehmensübernahmen, die einerseits den Anforderungen der Globalisierung der Finanzmärkte Rechnung tragen und andererseits die Stärkung der Stellung von Minderheitsaktionären bei derartigen Transaktionen gewährleisten, geschaffen werden.²⁷⁸

Zur Einführung in die Regelungen des WpÜG werden zunächst Anwendungsbereich und Grundsätze des Gesetzes dargestellt werden sowie die vom Gesetz vorgesehene Angebotsarten.

1. Anwendungsbereich des Gesetzes

Der Anwendungsbereich des Gesetzes erstreckt sich nach der Begriffsbestimmung des § 1 WpÜG „auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind“.

Nach der in § 2 WpÜG enthaltenen Legaldefinitionen sind Angebote „freiwillige oder aufgrund einer Verpflichtung nach diesem Gesetz erfolgende öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb von Wertpapieren einer Zielgesellschaft“²⁷⁹ (§ 2 Abs. 1 WpÜG). Ein solches Angebot ist dann öffentlich, wenn es entweder über ein allgemein zugängliches Medium verbreitet wird, sich an einen größeren, unbestimmbaren Adressatenkreis richtet und nicht lediglich anonym über den Börsenhandel platziert wird.²⁸⁰ Von dem Angebot erfasst sind hierbei Wertpapiere, die direkt oder indirekt Stimmrechte vermitteln und die von einer Zielgesell-

²⁷⁸ Vgl. Begr. RegE, Allgemeiner Teil, BT-Drucks. 14/7034, S. 28; *Hirte*, in *Hirte/v. Bülow*, Kölner Kommentar zum WpÜG, Einleitung Rn. 84.

²⁷⁹ Nicht erfasst sind demnach Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, zu denen der Erwerber nach den Regelungen des Aktiengesetzes, des Umwandlungsgesetzes oder nach der Rechtsprechung des BGH zum regulären Delisting verpflichtet ist.

²⁸⁰ *Versteegen*, in *Hirte/v. Bülow*, § 2 Rn. 45 ff.; *Schüppen*, in *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, § 2 Rn. 10.

schaft ausgegeben und zum Handel an einem organisierten Markt²⁸¹ zugelassen sind. Nach § 2 Abs. 3 WpÜG sind Zielgesellschaften im Sinne des WpÜG ausschließlich Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien, die ihren Sitz im Inland haben, sowie seit Inkrafttreten des Übernahmerichtlinien-Umsetzungsgesetzes auch Gesellschaften mit Sitz in einem anderen Staat des europäischen Wirtschaftsraums.

2. Grundsätze des Übernahmeverfahrens

Das WpÜG enthält allgemeine Grundsätze, die der Gewährleistung eines angemessenen und fairen Übernahmeverfahrens und damit als Richtlinien zur Auslegung der einzelnen Bestimmungen des WpÜG dienen.²⁸² Diese sind in § 3 WpÜG festgeschrieben. Danach ist das WpÜG durch die folgenden Prinzipien gekennzeichnet:

- Gleichbehandlung der Inhaber von Wertpapieren gleicher Gattung an der Zielgesellschaft (§ 3 Abs. 1 WpÜG).
- Gewährung ausreichender Zeit und angemessener Information an die Aktionäre der Zielgesellschaft, damit diese ihre Entscheidung über die Annahme des Angebots in voller Kenntnis des Sachverhalts treffen können (§ 3 Abs. 2 WpÜG).
- Handeln von Vorstand und Aufsichtsrat im besten Interesse der Zielgesellschaft (§ 3 Abs. 3 WpÜG).
- Rasche Durchführung des Übernahmeverfahrens ohne Behinderung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft über einen angemessenen Zeitraum hinaus (§ 3 Abs. 4 WpÜG).

²⁸¹ D.h. gem. § 2 Abs. 7 WpÜG im Amtlichen oder Geregelten Markt an einer Börse im Inland oder im geregelten Markt an einer Börse in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums.

²⁸² BT-Drucks. 14/7034, S. 35.

- Verhinderung von Marktverzerrungen beim Handel mit Wertpapieren der Zielgesellschaft, des Bieters oder anderer betroffener Unternehmen (§ 3 Abs. 5 WpÜG).

Diese Grundsätze sind in nahezu allen ausländischen Übernahmeregungen zu finden und entsprechen damit internationalem Standard. Sie sind von sämtlichen Beteiligten des Verfahrens zwingend einzuhalten.

3. Die Angebotsarten des WpÜG

Das WpÜG differenziert zwischen Angeboten, die der Bieter auf freiwilliger Basis veröffentlicht („freiwillige Angebote“) und solchen, die aufgrund eines bereits erfolgten Erwerbs der Kontrolle (§ 35 WpÜG) abgegeben werden müssen („Pflichtangebote“). Innerhalb der freiwilligen Angebote wird ferner danach unterschieden, ob das Angebot auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet ist („freiwillige Übernahmeangebote“, §§ 29 ff. WpÜG) oder nicht („einfache Erwerbsangebote“, §§ 10 ff. WpÜG).²⁸³

a) Der Begriff des Kontrollerwerbs

Maßgeblich für die Differenzierung zwischen den einzelnen Angebotsarten ist damit die Frage, ob und zu welchem Zeitpunkt der Bieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft erworben hat oder zu erwerben beabsichtigt. Ein Kontrollerwerb liegt dann vor, wenn der Bieter mindestens 30% der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält (§ 29 Abs. 2 WpÜG). Zur Berechnung der Höhe des Stimmrechtsanteils werden sowohl die unmittelbar als auch die mittelbar von dem Bieter gehaltenen Stimmrechte herangezogen. Mittelbar gehaltene Stimmrechte sind nach den Regelungen des § 30 WpÜG beispielsweise solche Stimmrechte, die ein Tochterunternehmen des Bieters hält, die für Rechnung des Bieters oder von Gesellschaften oder Personen gehalten werden, mit denen der Bieter oder ein Tochterunternehmen

²⁸³ Thoma, NZG 2002, S. 105 (106).

das Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft abstimmt²⁸⁴ (z.B. durch Stimmbindungs- oder Poolverträge). Besondere Bedeutung hat hierbei die Regelung des § 30 Abs. 1 Nr. 5 WpÜG, wonach dem Bieter die Anteile zugerechnet werden, die dieser durch einseitige Willenserklärung dinglich erwerben kann.²⁸⁵

Der Begriff der Kontrolle ist rein formal zu verstehen. Maßgeblich ist allein, ob jemand einen Stimmrechtsanteil an der Zielgesellschaft von mindestens 30% hält, gleichgültig, ob er tatsächlich die Kontrolle über die Zielgesellschaft ausüben kann oder nicht. Dies führt zu dem, dass jemand beispielsweise auch dann Kontrolle über die Zielgesellschaft in Sinne des WpÜG innehat, wenn er zwar über 30% der Stimmrechte hält, die Kontrolle tatsächlich jedoch nicht ausüben kann, da ein Dritter über einen noch höheren Anteil an Stimmrechten verfügt.²⁸⁶ Zum anderen hat dieser abstrakte Kontrollbegriff zur Folge, dass beispielsweise ein Aktionär, der aufgrund ungewöhnlich geringer Hauptversammlungspräsenzen bei der Zielgesellschaft oder aufgrund eines zwischen ihm und der Zielgesellschaft geschlossenen Beherrschungsvertrages die Zielgesellschaft tatsächlich kontrollieren kann, sein Stimmrechtsanteil an der Zielgesellschaft allerdings weniger als 30% beträgt, keine Kontrolle über die Zielgesellschaft im Sinne des § 29 Abs. 2 WpÜG ausübt.²⁸⁷

²⁸⁴ Sogenanntes „acting in concert“; vgl. zur Auslegung des § 30 Abs. 2 WpÜG und den Grenzen eines acting in concert: Beschluss des *OLG Frankfurt/Main* v. 25.06.2004 („Pixelpark“), abgedruckt ZIP 2004, S. 1309 ff.

²⁸⁵ Diese Voraussetzung ist bereits dann erfüllt, wenn der dingliche Vollzug eines Kaufvertrages über den Erwerb eines Aktienpakets unter einer aufschiebenden Bedingung steht, deren Eintritt der Bieter allein herbeizuführen vermag (z.B. Ausübung einer Call-Option, Zahlung des Kaufpreises etc.). Steht der Kaufvertrag jedoch unter einer Bedingung, deren Eintritt dem Einfluss des Bieters entzogen ist (z.B. kartellrechtliche Genehmigungen etc.), so findet eine dingliche Zurechnung der Stimmrechte und damit ein Kontrollenerwerb an der Zielgesellschaft erst zum Zeitpunkt des Eintritts der Bedingung statt; vgl. hierzu *Kalss*, in *Semler/Volhard*, § 51 Rn. 76.

²⁸⁶ In einem solchen Fall kommt jedoch eine Befreiung von der Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots in Betracht, vgl. § 9 S. 2 Nr. 1 WpÜG Angebots-VO.

²⁸⁷ von *Bülow*, in *Hirte/v.Bülow*, § 29 Rn. 69 ff.

b) Einfache Erwerbsangebote

Einfache Erwerbsangebote sind zum einen Angebote auf Erwerb von Wertpapieren, die zu einem unmittelbaren oder mittelbaren Stimmrechtsanteil an der Zielgesellschaft von weniger als 30% führen.²⁸⁸ Zum anderen fallen hierunter auch Angebote, die – sofern der Bieter bereits die Kontrolle über die Zielgesellschaft innehat – auf eine Aufstockung der Beteiligung gerichtet sind.²⁸⁹

Einfache Erwerbsangebote unterliegen dem am wenigsten strengen Regelungsregime. So gelten hierbei insbesondere nicht die Regelungen zu Art und Höhe der Gegenleistung,²⁹⁰ wie sie für freiwillige Übernahmeangebote und Pflichtangebote in § 31 WpÜG festgelegt sind. Im Gegensatz zum Pflichtangebot besteht beim einfachen Erwerbsangebot die Möglichkeit, den Wertpapiererwerb der Höhe nach auf ein Minimum und/oder ein Maximum zu begrenzen (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 5 WpÜG).²⁹¹ Beabsichtigt der Bieter daher von Beginn an, nur eine bestimmte Anzahl von Aktien zu erwerben, so liegt der praktische Vorteil der Veröffentlichung eines einfachen Erwerbsangebots in der Möglichkeit, die Höhe der Kosten des Wertpapiererwerbs kalkulieren zu können, ohne die Risiken tragen zu müssen, die ein schrittweise zu vollziehender Erwerb von Aktien über die Börse mit sich bringt.²⁹² Ferner ist der Bieter im Rahmen des einfachen berechtigt, weitere Bedingungen in das Übernahmeangebot aufzunehmen, solange der Eintritt der Bedingung nicht allein vom Willen des Bieters abhängt (§ 18 WpÜG).²⁹³

²⁸⁸ Sogenannte Einstiegsangebote.

²⁸⁹ Sogenannte Aufstockungsangebote.

²⁹⁰ Siehe unten Teil 3.B.I.3.b.

²⁹¹ Der Bieter kann somit in der Angebotsunterlage angeben, wie viele Wertpapiere er mindestens bzw. höchstens zu erwerben beabsichtigt. Nehmen im Falle der Festsetzung einer Mindestakzeptanzschwelle weniger Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot an, so dass der Bieter diese Schwelle nicht erreicht, so werden die Wertpapiere – verzichtet der Bieter nicht auf das Erreichen dieser Schwelle – nicht erworben. Nehmen dagegen im Falle der Festsetzung einer Maximalschwelle mehr Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot an, als der Bieter an Aktien zu erwerben beabsichtigt, so erfolgt gemäß § 19 WpÜG eine Teilzuteilung.

²⁹² *Steinmeyer/Häger*, in *Steinmeyer/Häger*, Kommentar zum WpÜG, Vor § 10 Rn. 7.

²⁹³ Grund hierfür ist, dass der Bieter an sein einmal veröffentlichtes Angebot gebunden und es ihm nicht ermöglicht werden soll, durch Herbeiführen bestimmter Voraussetzungen von dem Angebot nachträglich Abstand zu nehmen.

c) Freiwillige Übernahmeangebote

Freiwillige Übernahmeangebote sind Angebote, mit denen die Kontrolle über die Zielgesellschaft erstmals erlangt werden soll.²⁹⁴ Absicht des Bieters ist mithin, nach Abschluss des Übernahmeverfahrens – möglicherweise unter Einbeziehung bereits zuvor gehaltener Stimmrechte – unmittelbar oder mittelbar mindestens 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft zu halten (§§ 29 Abs. 2, 30 WpÜG).

Ebenso wie im Rahmen des einfachen Erwerbsangebots ist der Bieter im Rahmen des freiwilligen Übernahmeangebots berechtigt, das Angebot unter den Voraussetzungen des § 18 WpÜG an den Eintritt einer Bedingung zu knüpfen – beispielsweise das Erreichen einer bestimmten Anzahl an Aktien der Zielgesellschaft (§§ 34, 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 5 WpÜG). Insbesondere kann der Bieter sein Übernahmeangebot unter die Bedingung stellen, dass er mindestens 75% oder gar 95% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft erhält.²⁹⁵ Wie bereits dargestellt²⁹⁶ wird dies wird der Bieter im Vorfeld einer Going Private Transaktion in der Regel immer tun: Gelingt es ihm, bereits im Rahmen des Übernahmeangebots mindestens 95% des Grundkapitals zu erwerben, so kann er über das Squeeze-Out-Verfahren²⁹⁷ die außenstehenden Minderheitsaktionäre per Hauptversammlungsbeschluss oder, seit Inkrafttreten des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes, per Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung aus der Gesellschaft drängen. Erlangt er mindestens 75% der Anteile, so kann er zumindest die Umwandlung der Zielgesellschaft in eine nicht börsenfähige Rechtsform²⁹⁸ oder eine Verschmelzung²⁹⁹ beschließen, um ein Going Private zu vollziehen. In diesen Fällen bleiben die Minderheitsaktionäre jedoch Gesellschafter des Unternehmens, was dem Erwerber das Leben schwer machen kann. Er wird daher in der Regel immer anstreben, 95% der Anteile zu erwerben, um die Vorausset-

²⁹⁴ Vgl. hierzu *Kalss*, in Semler/Volhard, § 51 Rn. 27.

²⁹⁵ *Riehmer*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, Vor §§ 29 bis 34 Rn. 27.

²⁹⁶ Siehe hierzu oben Teil 3.A.II.

²⁹⁷ Siehe hierzu unten Teil 3.C.III.

²⁹⁸ Siehe hierzu unten Teil 3.C.II.1.

²⁹⁹ Siehe hierzu unten Teil 3.C.II.1.

zungen für ein Squeeze-Out Verfahren zu schaffen.³⁰⁰ Die bisherige Praxis hat jedoch gezeigt, dass das Erreichen einer 95%-Schwelle im Übernahmeverfahren äußerst schwierig ist.³⁰¹

Unzulässig ist dagegen eine Begrenzung auf ein Maximum an zu erwerbenden Wertpapieren (§ 32 WpÜG). Im Gegensatz zu einem einfachen Erwerbsangebot hat sich das freiwillige Übernahmeangebot vielmehr stets auf 100% der Wertpapiere der Zielgesellschaft zu erstrecken und muss sich demnach an alle Aktionäre der Zielgesellschaft richten (§§ 39, 32 WpÜG). Dies bedeutet insbesondere, dass auch ausländische Aktionäre der Zielgesellschaft von dem öffentlichen Angebot erfasst sein müssen, was dazu führen kann, dass der Bieter neben dem WpÜG ausländisches Übernahmerecht zu beachten hat. Eine Ausnahme hiervon ist lediglich unter den engen Voraussetzungen des § 24 WpÜG möglich, wonach die BaFin dem Bieter im Falle von grenzüberschreitenden Angeboten auf dessen Antrag gestatten kann, bestimmte ausländische Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft außerhalb des europäischen Wirtschaftsraums von dem Angebot auszunehmen.³⁰²

d) Pflichtangebote

Die Verpflichtung zur Abgabe eines öffentlichen Pflichtangebots wird dann ausgelöst, wenn ein Bieter außerhalb eines Übernahmeverfahrens die Kontrolle über die Zielgesellschaft erwirbt (§ 35 Abs. 2 i.V.m. § 29 Abs. 2 WpÜG). Durch die Rege-

³⁰⁰ Möglicherweise kann der Bieter den Erfolg und die Annahmquote im Rahmen des Übernahmeverfahrens dadurch erhöhen, dass er den Depotbanken Anreize bietet, die Streubesitzaktionäre beispielsweise durch besondere Mailingaktionen zur Abgabe ihrer Anteile zu bewegen. Denkbar ist hier die Verwendung einer Provisionsstruktur, wonach den Depotbanken eine gesonderte Vergütung bei Erreichen bestimmter Annahmquoten gewährt wird; eine solche Provisionsstruktur wurde z.B. bei dem Merger zwischen Daimler-Benz AG und Chrysler Inc. gewählt.

³⁰¹ So wird nur äußerst selten die Schwelle von 95% im Übernahmeverfahren erreicht. Ist diese Schwelle in der Angebotsunterlage aufgenommen, so wurde in der Vergangenheit häufig kurz vor Ende der Annahmefrist auf das Erreichen dieser Schwelle verzichtet. In diesen Fällen wird dann meist versucht, die Beteiligung nach Abschluss des Übernahmeverfahrens noch über Börsenzukäufe zu erhöhen.

lungen zum Pflichtangebot soll sichergestellt werden, dass alle Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft die Möglichkeit haben, im Falle eines Kontrollwechsels durch Veräußerung ihrer Wertpapiere zu einer angemessenen Gegenleistung aus der Zielgesellschaft auszuscheiden.³⁰³

Aus diesem Grunde unterliegt das Pflichtangebot dem strengsten Regelungsregime.³⁰⁴ So ist das Pflichtangebot grundsätzlich bedingungsfeindlich, d.h. der Wertpapiererwerb darf insbesondere weder auf ein Minimum noch auf ein Maximum an zu erwerbenden Wertpapieren begrenzt werden. Es hat sich vielmehr – ebenso wie das freiwillige Übernahmeangebot – stets auf 100% der Wertpapiere der Zielgesellschaft zu erstrecken.

II. Die vier Phasen eines freiwilligen Übernahmeverfahrens

Entsprechend den Verfahrensregelungen des WpÜG lässt sich der zeitliche Ablauf eines freiwilligen Übernahmeverfahrens in vier Phasen einteilen: die Vorbereitung des Angebots (Phase 1), die Prüfung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage (Phase 2), die Angebotsfrist (Phase 3) sowie die Nachangebotsfrist (Phase 4).

Die nun folgende Darstellung des Ablaufs eines Übernahmeverfahrens³⁰⁵ ist auf den Ablauf eines freiwilligen Übernahmeangebots beschränkt. Grund hierfür ist, dass ein Finanzinvestor im Rahmen einer Going Private Transaktion immer die Kontrolle über die Zielgesellschaft erwerben möchte, so dass ein einfaches Erwerbsangebot für ihn nicht in Betracht kommt. Ebenso scheidet, die vorstehend dargestellt³⁰⁶, die Durchführung eines Pflichtangebots aufgrund des Verbots der Aufnahme einer Mindestakzeptanzschwelle und des damit verbundenen Risikos

³⁰² Dies gilt allerdings nur dann, wenn dem Bieter ein Angebot an alle Wertpapierinhaber aufgrund der Anwendbarkeit ausländischer Übernahmevorschriften unzumutbar ist. Dieser Ausnahmetatbestand wird von der BaFin jedoch sehr restriktiv gehandhabt. So begründen nach Auffassung der BaFin insbesondere zusätzliche Kosten und erheblicher Zeitaufwand für den Bieter keine Unzumutbarkeit im Sinne des § 24 WpÜG.

³⁰³ Thoma, NZG 2002, S. 105 (111).

³⁰⁴ Siehe zu diesem Regelungsregime siehe unten Teil 3.B.III.2.

³⁰⁵ Siehe hierzu auch *Grupp*, in Deilamm/Lorenz, Die börsennotierte Aktiengesellschaft, § 15.

³⁰⁶ Siehe oben Teil 3.A.II.

des Nichterreichens der für eine Going Private Transaktion erforderlichen Beteiligungsschwellen von 75% bzw. 90% für einen Finanzinvestor aus Praktikabilitätsgründen in der Regel aus.

1. Phase (1): Vorbereitung des Angebots

Die Phase der Vorbereitung des Angebots beginnt mit der Konzeption des geplanten Übernahmeverfahrens und endet mit der Übermittlung einer Angebotsunterlage an die BaFin.

a) Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

Bei der Vorbereitung eines Übernahmeverfahrens kommt dem Zeitpunkt, an dem der Bieter die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots trifft, besondere Bedeutung zu.³⁰⁷ Hintergrund hierfür ist, dass der Bieter die Entscheidung unverzüglich den betroffenen Börsen³⁰⁸ sowie der BaFin mitzuteilen und in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt³⁰⁹ oder einem elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssystem³¹⁰ zu veröffentlichen hat (§ 10 WpÜG).³¹¹ Einen Nachweis der Veröffentlichung hat der Bieter sodann unverzüglich den be-

³⁰⁷ Die Frage, wann die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots derart gefallen ist, dass die Veröffentlichungspflicht ausgelöst wird, ist nach wie vor weitgehend ungeklärt. Im Ergebnis wird hierbei darauf abgestellt, wann der Bieter seine Entscheidung so „hinreichend sicher“ getroffen hat, dass aus seiner Sicht gerade auch unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten ein Abrücken von den Übernahmeplänen nicht mehr in Betracht kommt (*Geibel*, in *Geibel/Süßmann*, Kommentar zum WpÜG, § 10 Rn. 8; *Hirte*, in *Hirte/v.Bülow*, § 10 Rn. 2. Unklar ist jedoch auch, wann bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen (d.h. bei Prozessen, bei denen die endgültige Entscheidung von der Zustimmung Dritter – insbesondere dem Aufsichtsrat – abhängt) eine gesicherte Entscheidung zur Abgabe eines Angebots getroffen ist (vgl. dazu *Harbarth*, ZIP 2005, S. 1898 (1909)). In der Praxis ist man daher dazu übergegangen, die erforderliche Zustimmung der Gremien zeitgleich mit der beabsichtigten Veröffentlichung der Entscheidung einzuholen.

³⁰⁸ Dies sind alle inländischen Börsen, an denen die Wertpapiere der Zielgesellschaft sowie gegebenenfalls die Wertpapiere des Bieters gehandelt werden.

³⁰⁹ Z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Financial Times Deutschland etc.

³¹⁰ Z.B. Reuters AG, Vereinigte Wirtschaftsdienste GmbH (VWD) oder Bloomberg; die mit der technischen Durchführung zusammenhängenden Dienstleistungen werden in Deutschland von verschiedenen Servicegesellschaften – beispielweise der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität GmbH (DGAP), zu deren Gesellschaftern u.a. Reuters AG und VWD gehören – angeboten.

troffenen Börsen sowie der BaFin zu übermitteln (§ 10 Abs. 4 WpÜG).³¹² Ferner hat der Bieter die Abgabe eines öffentlichen Angebots unmittelbar nach der Entscheidung zur Veröffentlichung dem Vorstand der Zielgesellschaft mitzuteilen (§ 10 Abs. 5 WpÜG).³¹³ Der genaue Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung ist jedoch daher so bedeutend, weil dieser maßgeblich für die Berechnung der Mindesthöhe der Gegenleistung ist.³¹⁴ Kommen bereits vor Veröffentlichung der Übernahmeentscheidung „Übernahmegerüchte“ auf, so steht zu befürchten, dass diese zu einer spekulationsgetriebenen Erhöhung des Börsenkurses und damit zu einer Erhöhung der zu bietenden Gegenleistung führen. Dies kann das Übernahmeangebot erheblich verteuern.

An dieser Stelle darf insbesondere nicht außer Acht gelassen werden, dass im Rahmen des Wertpapiererwerbs unabhängig von der Veröffentlichungspflicht nach § 10 WpÜG die gesetzlichen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß §§ 21 ff. WpHG zu beachten sind. Führt daher ein Wertpapiererwerb im Vorfeld der endgültigen Übernahmeentscheidung zu einem Überschreiten der in § 21 WpHG genannten Beteiligungsschwellen und muss daher dieser Wertpapiererwerb veröffentlicht werden, so kann auch dies dazu führen, dass die potentielle Übernahmeabsicht des Bieters schon vor Veröffentlichung der endgültigen Entscheidung nach § 10 WpÜG bekannt wird.

Ebenso hat die Zielgesellschaft, sobald sie von einem konkret bevorstehenden Übernahmeangebot erfährt, dies gemäß § 15 WpHG im Rahmen der Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung zu publizieren. Dies gilt nicht allein im Rahmen eines feindlichen, sondern grundsätzlich auch im Rahmen eines freundlichen Ü-

³¹¹ Nach dem RegE-WpÜG tritt künftig anstelle des Börsenpflichtblattes eine Bekanntgabe im Internet, § 10 Abs. 3 RegE-WpÜG.

³¹² Diesem Erfordernis der unverzüglichen Übermittlung wird in der Regel dann Rechnung getragen, wenn der Beleg innerhalb von 3 Werktagen nach der Veröffentlichung bei der BaFin eingeht; Beschluss des OLG Frankfurt/Main vom 22.04.2003.

³¹³ Zu beachten ist, dass die Absicht des Bieters, ein Übernahmeangebot zu veröffentlichen, eine Insidertatsache im Sinne des § 13 WpHG darstellt. Die an der Entscheidungsfindung des Bieters beteiligten Personen haben daher über diese Tatsache Stillschweigen zu bewahren (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG).

³¹⁴ Siehe unten Teil 3.B.III.3.

bernahmeangebots, es sei denn, dass bei Letzterem bis zur Bekanntgabe der Bieterentscheidung (§ 10 WpÜG) die Vertraulichkeit gewahrt ist und berechnigte Interessen der Zielgesellschaft einen Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung erfordern (z.B. Sicherung der Überlebensfähigkeit; Gefahr des Scheiterns der Übernahme u.a.).³¹⁵

Beabsichtigt der Finanzinvestor einen außerbörslichen Paketerwerb der Aktien der Zielgesellschaft von dem oder den Hauptaktionär/en – was in der Regel immer der Fall ist³¹⁶ – und ist dieser Erwerb Bestandteil der vom Bieter vorher festgelegten Übernahme- und Going Private-Strategie, so wird regelmäßig mit Abschluss des entsprechenden Paketkaufvertrages der Zeitpunkt der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots dokumentiert. Der Bieter ist daher mit Unterzeichnung des Vertrages zur Veröffentlichung seiner Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots verpflichtet (§ 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG).

Aus all diesen Gründen muss der Finanzinvestor seine Erwerbs- und Veröffentlichungsstrategie im Vorfeld eines Übernahmeverfahrens genau aufeinander abstimmen. In der Praxis erscheint jedenfalls empfehlenswert, mit der Konzeption des Angebots rechtzeitig zu beginnen, die erforderlichen Vorstands- und Aufsichtsratsentscheidungen im eigenen Hause mit dem Stand der Vorbereitungsmaßnahmen abzustimmen sowie insbesondere den gesamten Entscheidungsprozess genau zu dokumentieren, um spätere Differenzen über den genauen Zeitpunkt der Entscheidung zu vermeiden.³¹⁷

³¹⁵ Eine bei der Zielgesellschaft durchgeführte Due Diligence, die der Finanzinvestor im Rahmen einer freundlichen Übernahme vor Veröffentlichung der Entscheidung zum Übernahmeangebot bzw. vor Erwerb der Anteile von dem bisherigen Hauptaktionär in der Regel immer durchführt, stellt regelmäßig noch keine gesicherte Entscheidung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern lediglich deren vorbereitende Grundlage (*Hirte*, in *Hirte/v.Bülow*, § 10 Rn. 26; *Brandi/Süßmann*, AG 2004, S. 642 (658)).

³¹⁶ Siehe oben Teil 3.A.II.

³¹⁷ So auch *Geibel*, in *Geibel/Süßmann*, § 10 Rn. 16; *Krause*, NJW 2002, S. 705 (707); eine parallele Problematik ergibt sich im Zusammenhang mit Ad-hoc Mitteilungen nach § 15 WpHG.

b) Vorbereitung und Übermittlung der Angebotsunterlage

Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots hat der Bieter vier Wochen Zeit, die Angebotsunterlage zu erstellen und der BaFin zu übermitteln. Dabei hat die Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG alle für ein öffentliches Angebot erforderlichen Angaben zu enthalten.³¹⁸ Diese Frist ist für den Finanzinvestor im Rahmen seiner vorher geplanten Going Private Transaktion realistisch. Sie ist jedoch dann relativ kurz bemessen, wenn die Aktionäre der Zielgesellschaft zu einem nicht unwesentlichen Teil ihren Wohnsitz im Ausland haben und der Bieter daher ausländische Rechtsvorschriften zu beachten hat.³¹⁹ Daher hat der Gesetzgeber mit § 14 Abs. 1 S. 3 WpÜG für den Bieter die Möglichkeit geschaffen, bei der BaFin eine Verlängerung der 4-Wochen-Frist um bis zu maximal weitere vier Wochen zu beantragen. Diese Verlängerungsoption besteht jedoch ausschließlich für den Fall, dass der Bieter die gesetzte Frist wegen der grenzüberschreitenden Natur des Angebots oder wegen einer erforderlichen Kapitalmaßnahme nicht einhalten kann.

Spätestens nach Ablauf der 4-Wochen-Frist bzw. ihrer Verlängerung ist die Angebotsunterlage unter Beifügung der Finanzierungsbestätigung³²⁰ der BaFin zur Prüfung zu übermitteln (§ 14 Abs. 1 WpÜG).³²¹

³¹⁸ Siehe unten Teil 3.B.III.1.a.

³¹⁹ Gleiches gilt, wenn sich der Bieter für die Abgabe eines Tauschangebots entscheidet, und die angebotenen Aktien möglicherweise erst noch geschaffen werden müssen. Dies ist jedoch im Rahmen einer Going Private Transaktion unwahrscheinlich, da sich der Bieter der Aktionäre „entledigen“ möchte.

³²⁰ Siehe unten Teil 3.B.II.1.c.

³²¹ Hierbei ist zu beachten, dass die BaFin das Recht hat, sämtliche Dokumente, die diese zur Überprüfung der Angebotsunterlage benötigt, anzufordern. So ist die Behörde in der Praxis dazu übergegangen, regelmäßig zumindest eine Kopie sämtlicher Verträge oder Vereinbarungen zur Einsicht anzufordern, die der Bieter im Vorfeld des Übernahmeverfahrens mit der Zielgesellschaft selbst, ihren Aktionären oder ihren Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitgliedern getroffen oder abgeschlossen hat (z.B. Paket-Kaufverträge, Letters of Intent, Business Combination Agreements etc.).

c) Finanzierungsbestätigung

Vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage hat der Bieter die notwendigen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen finanziellen Mittel zur Verfügung stehen (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpÜG).

Wird die Gegenleistung in bar erbracht, so ist die Sicherstellung der Finanzierung durch ein Kreditinstitut schriftlich zu bestätigen (§ 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG). Diese so genannte Finanzierungsbestätigung ist von einem unabhängigen Kreditinstitut zu erstellen, d.h. von einem Institut, das mit dem Bieter nicht gesellschaftsrechtlich verflochten ist und bei dem dieser zu keiner faktischen Einflussnahme auf das Institut in der Lage ist.³²² Der Wortlaut der Finanzierungsbestätigung sollte sich am Wortlaut des Gesetzestextes (§ 13 Abs. 1 S. 2 WpÜG) orientieren. Danach hat das Kreditinstitut zu bestätigen, „dass der Bieter die notwendigen Maßnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs auf die Gegenleistung zur Verfügung stehen“.³²³

Die Erklärung des Kreditinstituts ist eine Wissenserklärung; sie ist daher keine Garantie des Kreditinstituts, dass das Angebot durch den Bieter auch tatsächlich erfüllt wird.³²⁴ Gleichwohl gewährt § 13 Abs. 2 WpÜG demjenigen, der das Angebot angenommen hat, einen Anspruch auf Ersatz des ihm entstandenen Schadens gegen das erklärende Kreditinstitut. Voraussetzung hierfür ist, dass die Bestätigung falsch war, mithin der Bieter im Vorfeld die zur Erfüllung der Forderungen notwendigen Maßnahmen nicht getroffen hat und ihm aus diesem Grunde die notwendigen Mittel zum maßgeblichen Zeitpunkt nicht zur Verfügung stehen. Weiterhin ist Voraussetzung für eine Haftung des bestätigenden Wertpapierdienstleistungsun-

³²² Krause, NJW 2002, S. 709 (710).

³²³ Die bloße Bestätigung des Kreditinstituts, ein entsprechendes Darlehen an den Bieter gewährt zu haben, reicht nicht aus. In der Praxis erfolgt die Sicherstellung der Finanzierung durch den Bieter meist durch Kreditzusage des bestätigenden Kreditinstituts oder durch Hinterlegung des zu zahlenden Geldbetrages auf einem Konto bei diesem Kreditinstitut.

ternehmens, dass das Nichtergreifen der Maßnahmen durch den Bieter *kausal* dafür ist, dass diesem die notwendigen Mittel zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Anspruchs der Aktionäre auf die Gegenleistung nicht zur Verfügung stehen. Damit besteht die Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nur im Hinblick auf die Pflicht des Bieters zum Ergreifen der erforderlichen Maßnahmen zur Sicherstellung der Finanzierung.³²⁵

Diese Haftung des Wertpapierdienstleistungsinstituts entspricht weitgehend der Haftung des Bieters für die Angebotsunterlage (§ 13 Abs. 3 i.V.m. § 12 Abs. 2 bis 6 WpÜG). Insbesondere kann das bestätigende Kreditinstitut den Schadensersatzanspruch nicht im Voraus ausschließen (§ 13 Abs. 3 i.V.m. § 12 Abs. 5 WpÜG). Möglich ist jedoch die Vereinbarung einer Haftungsfreistellung im Innenverhältnis mit dem Bieter.³²⁶

2. Phase (2): Prüfung des Angebots durch die BaFin und Veröffentlichung der Angebotsunterlage

Zweite Phase des Übernahmeverfahrens ist die Prüfung der Angebotsunterlage durch die BaFin sowie die daran anschließende Freigabe und Veröffentlichung.

a) Prüfung durch die BaFin

Nach Übermittlung der relevanten Unterlagen hat die BaFin zehn Werktage³²⁷ Zeit, die Angebotsunterlage zu überprüfen (§ 14 Abs. 2 WpÜG).³²⁸ Diese Prüfung erstreckt sich auf die Vollständigkeit und die inhaltliche Übereinstimmung mit dem WpÜG bzw. der WpÜG Angebots-VO. Besonderes Gewicht wird hierbei auf die Berechnung und Erläuterung der Gegenleistung sowie auf die Darstellung der

³²⁴ Vogel, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 13 Rn. 84 ff.

³²⁵ Möllers, in Hirte/v.Bülow, § 13 Rn. 91.

³²⁶ Hamann, ZIP 2001, S. 2249 (2254).

³²⁷ Bei der Berechnung der 10-tägigen Frist werden Samstage mitberücksichtigt.

³²⁸ Vgl. auch Lenz/Linke, AG 2002, S. 361 (362 f.).

Auswirkungen des Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters gelegt.³²⁹

Erste Kommentare der BaFin zu der Angebotsunterlage sind in der Regel bereits nach 1 bis 2 Tagen zu erhalten. Eine ausführliche Erörterung des Dokuments erfolgt sodann meist nach ungefähr einer Woche. Stellt die BaFin inhaltliche Mängel der Angebotsunterlage fest, so erfolgt in der Regel eine Verlängerung der Prüfungsfrist um 3 bis maximal 5 Tage, um dem Bieter die Möglichkeit zur Nachbesserung einzuräumen (§ 14 Abs. 2 S. 3 WpÜG).³³⁰ Modifiziert der Bieter sodann die Angebotsunterlage innerhalb der vorgegebenen Frist entsprechend den Anmerkungen der BaFin, so erfolgt meist eine ausdrückliche Gestattung des Angebots.

Enthält die Angebotsunterlage nicht die gemäß § 11 Abs. 2 WpÜG, § 2 WpÜG Angebots-VO erforderlichen Angaben oder verstoßen die in der Angebotsunterlage gemachten Angaben offensichtlich gegen Rechtsvorschriften, so hat die BaFin gemäß § 15 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpÜG die Veröffentlichung des Angebots zu untersagen. Erfolgt innerhalb der zehntägigen Prüfungsfrist bzw. innerhalb ihrer Verlängerung keine Untersagungsverfügung der BaFin, so ist der Bieter berechtigt, die Angebotsunterlage auch ohne ausdrückliche Gestattung durch die BaFin zu veröffentlichen (§ 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG).

b) Veröffentlichung der Angebotsunterlage

Nach Fristablauf oder Gestattung der Angebotsunterlage durch die BaFin hat der Bieter die Angebotsunterlage unverzüglich zu veröffentlichen.³³¹ Diese Veröffentlichung muss gemäß § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG sowohl im Internet als auch in einem

³²⁹ In der bisherigen Praxis hat sich gezeigt, dass die BaFin auch zu allen anderen Angaben detaillierte Informationen erwartet und Wert auf eine verständliche Darstellung legt.

³³⁰ Dabei achtet die BaFin ganz besonders auf ihre Neutralitätspflicht; sie unterbreitet aktiv von sich aus keine Lösungsvorschläge zur Beseitigung der Mängel.

³³¹ Um dem Bieter die Möglichkeit zu geben, dem Erfordernis der „unverzüglichen Veröffentlichung“ nachzukommen, ist die BaFin in der Praxis dazu übergegangen, die Freigabe nach vorheriger Absprache mit dem Bieter an einem bestimmten Werktag so rechtzeitig zu erteilen, dass noch vor Redaktionsschluss des entsprechenden überregionalen Börsenpflichtblatts

überregionalen Börsenpflichtblatt erfolgen, wobei letztere Veröffentlichungsart entweder durch Vollabdruck der Angebotsunterlage oder durch Veröffentlichung einer entsprechenden Hinweisbekanntmachung, bei welcher Stelle die Angebotsunterlage zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten wird, erfolgen kann. Unverzüglich nach der Veröffentlichung hat der Bieter der BaFin einen Beleg über die Veröffentlichung in dem überregionalen Börsenpflichtblatt zu übersenden (§ 14 Abs. 3 S. 2 WpÜG). Ferner ist der Bieter nach § 14 Abs. 4 WpÜG verpflichtet, die Angebotsunterlage unverzüglich nach der Veröffentlichung dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln. Dieser hat die Unterlage sodann an den Betriebsrat der Zielgesellschaft bzw. – sofern ein solcher nicht existiert – unmittelbar den Arbeitnehmern weiterzuleiten.

c) Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft

Nach § 27 WpÜG haben Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft unverzüglich nach Übermittlung der Angebotsunterlage durch den Bieter eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen abzugeben.³³² Diese ist im Internet sowie einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen und der BaFin zur Kenntnis zu übermitteln (§ 27 Abs. 3 WpÜG).³³³ Ausweislich der Begründung des Beschlusses des Finanzausschusses kann die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat in einem gemeinsamen Dokument erfolgen.³³⁴ Verfügt die Zielgesellschaft über einen Betriebsrat und übermittelt dieser dem Vorstand eine eigene Stellungnahme zu der Angebotsunterlage, so hat der Vorstand diese seiner eigenen Stellungnahme beizufügen (§ 27 Abs. 2 WpÜG).³³⁵

Nach den Regelungen des § 27 Abs. 1 WpÜG hat die Stellungnahme insbesondere auf die folgenden Punkte einzugehen:

der Auftrag zur Veröffentlichung der Hinweisbekanntmachung auf die Angebotsunterlage in der am folgenden Tage erscheinenden Ausgabe des Börsenpflichtblatts erfolgen kann.

³³² Im Falle einer freundlichen Übernahme ist der Inhalt der Stellungnahme in der Praxis meist mit dem Bieter abgestimmt.

³³³ Der BaFin stehen jedoch keine Prüfungsbefugnisse zu.

³³⁴ BT-Drucks. 14/7477, S. 68.

- Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung; hierbei haben Vorstand und Aufsichtsrat zu erläutern, ob sie das Angebot der Höhe nach für angemessen oder für zu niedrig erachten. In letzterem Fall ist die angebotene Gegenleistung dem aus Sicht von Vorstand und Aufsichtsrat angemessenen Wert der Aktien gegenüberzustellen.
- Voraussichtliche Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Gesellschaft, die Arbeitnehmer und die Vertretungen, die Beschäftigungsbedingungen und die Standorte (§ 27 Abs. 1 Nr. 2); an dieser Stelle sind die von dem Bieter in der Angebotsunterlage dargestellten zukünftigen Pläne betreffend die Gesellschaft im Hinblick auf mögliche Folgen für die Gesellschaft, die Arbeitnehmer, die Standorte etc zu kommentieren.
- Ziele, die der Bieter mit dem Angebot verfolgt (§ 27 Abs. 1 Nr. 3); hierbei sind die vom dem Bieter in seiner Angebotsunterlage dargestellten Ziele des Angebots kritisch zu beleuchten und zu bewerten; dies gilt im Rahmen einer Going Private Transaktion insbesondere für die Absicht des Bieters, die Zielgesellschaft nach erfolgreicher Durchführung des Übernahmeangebots von der Börse zu nehmen.
- Absicht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, das Angebot anzunehmen, sofern sie Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind (§ 27 Abs. 1 Nr. 4).

Ferner soll die Stellungnahme die folgenden Angaben enthalten:³³⁶

- Allgemeine Informationen in Bezug auf den Bieter, das Angebot, den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage sowie den Zeitpunkt der Übermittlung der Angebotsunterlage an den Vorstand.

³³⁵ Zur Haftung des Vorstand und Aufsichtsrats für eine fehlerhafte Stellungnahme vgl. ausführlich *Friedl*, NZG 2004, S. 448 ff.

³³⁶ *Schwennike*, in Geibel/Süßmann, § 27 Rn. 21 f.

- Angaben zu der Frage, ob es sich um ein freundliches oder ein feindliches Übernahmeangebot handelt, ob Vorstand und Aufsichtsrat das Angebot des Bieters begrüßen oder nicht und ob sie den Aktionären empfehlen, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.
- Offenlegung der eigenen Interessen von Vorstand und Aufsichtsrat an der Übernahme, insbesondere ihrer persönlichen Verbindungen zu dem Bieter; so ist beispielsweise im Rahmen eines Management Buy-Outs das Management selbst als Bieter an dem Übernahmeverfahren beteiligt. In diesem Fall sind auch die Beziehungen zum Finanzinvestor darzustellen.
- Angaben zu Vereinbarungen zwischen Bieter und Vorstand/Aufsichtsrat über die künftige Gestaltung der persönlichen Verhältnisse des Vorstands/Aufsichtsrats bzw. über die dem Vorstand/Aufsichtsrat durch den Bieter anlässlich des Angebots gewährten Vorteile.

Sofern der Bieter innerhalb der gesetzlichen Frist sein Angebot ändert, haben Vorstand und Aufsichtsrat auch zu der Änderung Stellung zu nehmen. Diese Pflicht zur erneuten Stellungnahme bezieht sich jedoch ausschließlich auf diejenigen Bedingungen des Angebots, die durch die Änderung beeinflusst werden, bzw. diejenigen Punkte der bisherigen Stellungnahme, hinsichtlich derer Vorstand und Aufsichtsrat zu einer anderen Beurteilung des Angebots gelangen.³³⁷

3. Phase (3): Annahmefrist

a) Reguläre Annahmefrist

Mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage beginnt die dritte Phase des Übernahmeverfahrens: die Annahmefrist. Dies ist der Zeitraum, in dem die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot des Bieters annehmen können. Sie beträgt zwi-

schen vier und zehn Wochen („reguläre Annahmefrist“, § 16 Abs. 1 WpÜG), wobei die genaue Dauer der Frist vom Bieter nach dessen freiem Ermessen festgelegt werden kann.

b) Verlängerung der regulären Annahmefrist

Die reguläre Annahmefrist verlängert sich automatisch in bestimmten, vom Gesetz ausdrücklich vorgesehenen Fällen: Beruft die Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage des Bieters eine im Zusammenhang mit dem Angebot stehende Hauptversammlung ein, so beträgt die Annahmefrist grundsätzlich zehn Wochen (§ 16 Abs. 3 S. 1 WpÜG). Ändert der Bieter die Bedingungen des Übernahmeangebots innerhalb der letzten zwei Wochen vor Ablauf der regulären Annahmefrist, so verlängert sich diese um weitere zwei Wochen (§ 21 Abs. 5 S. 1 WpÜG).³³⁸ Eine solche Änderung des Angebots ist gemäß § 21 Abs. 1 WpÜG bis zu einem Werktag, d.h. spätestens 24 Stunden,³³⁹ vor Ablauf der regulären Annahmefrist und nur dann zulässig, sofern der Bieter die von ihm angebotene Gegenleistung erhöht, wahlweise eine andere Gegenleistung anbietet, die Mindestakzeptanzschwelle verringert oder auf eine Bedingung verzichtet, unter der das Angebot steht.³⁴⁰ In allen vier Fällen haben die Aktionäre, die das Angebot bereits vor

³³⁷ In einem solchen Fall sind Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet, die Änderungen der Angebotsunterlage zu bezeichnen, die sie dazu bewegen, nunmehr die Annahme oder Ablehnung des Angebots zu empfehlen, vgl. *Röh*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 27 Rn. 33; *Schwennike*, in Geibel/Süßmann, § 27 Rn. 23.

³³⁸ Die Änderung der Angebotsunterlage ist in der für die Veröffentlichung der Angebotsunterlage vorgeschriebenen Form zu veröffentlichen (§ 21 Abs. 2 S. 1 i.V.m. § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG).

³³⁹ Vgl. hierzu *Busch*, ZIP 2003, S. 102 ff.; endet die Annahmefrist somit an einem bestimmten Werktag um 12 Uhr, so muss die Bekanntmachung der Änderung an dem davor liegenden Werktag spätestens um 12 Uhr erfolgt sein. Diese Rechtsansicht von *Busch* erscheint einleuchtend und wird auch von der BaFin geteilt.

³⁴⁰ Diese gesetzliche Frist stellt den Bieter häufig vor erhebliche praktische Probleme. Erwägt der Bieter beispielsweise den Verzicht auf das Erreichen einer bestimmten Mindestakzeptanzschwelle, so hat er seine endgültige Entscheidung hierüber in der Regel zu einem Zeitpunkt zu treffen, zu dem er aufgrund (i) der Tatsache, dass in der Vergangenheit ca. 80% der Aktien erst in den letzten zwei Tagen der Angebotsfrist getendert werden, sowie (ii) verzögerter Rückmeldungen hinsichtlich der Höhe der bisher getenderten Aktien seitens der Depotbanken häufig kein exaktes Bild davon hat, ob die Mindestakzeptanzschwelle bis zum Ende der Annahmefrist tatsächlich zu erreichen ist. Ob dies möglich gewesen wäre, erfährt er in der Praxis häufig erst 3-4 Tage nach Ablauf der Annahmefrist.

Veröffentlichung der Änderung angenommen haben, ein gesetzliches Recht zum Rücktritt von ihrer bereits erteilten Annahmeerklärung (§ 16 Abs. 4 WpÜG).

c) Weitere Annahmefrist bei Übernahmeangeboten („Zaunkönigregelung“)

Im Gegensatz zu einfachen Erwerbsangeboten oder zu Pflichtangeboten gibt es bei freiwilligen Übernahmeangeboten darüber hinaus eine so genannte „weitere Annahmefrist“: Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Übernahmeangebot während der regulären Annahmefrist nicht angenommen haben, haben für den Fall, dass das Übernahmeangebot erfolgreich war und zu einem Kontrollwechsel bei der Zielgesellschaft geführt hat, die Gelegenheit, das Übernahmeangebot noch nach Ablauf der regulären Annahmefrist anzunehmen (§ 16 Abs. 2 WpÜG). Die weitere Annahmefrist – häufig auch als „Zaunkönigregelung“ bezeichnet – beginnt am Tag nach der in § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG vorgeschriebenen Veröffentlichung des vorläufigen Ergebnisses des Übernahmeverfahrens und läuft zwei Wochen.

d) Veröffentlichungspflichten während der Annahmefrist

§ 23 WpÜG verpflichtet den Bieter, Anzahl und Höhe sämtlicher von ihm gehaltenen Wertpapiere der Zielgesellschaft sowie die daraus resultierenden Stimmrechtsanteile laufend zu veröffentlichen und der BaFin mitzuteilen.³⁴¹ Hierbei werden dem Bieter die von mit ihm gemeinsam handelnden Personen bzw. deren Tochterunternehmen gehaltenen Wertpapiere zugerechnet. Diese so genannten „Wasserstandsmeldungen“ haben nach § 23 Abs. 1 WpÜG während der regulären Annahmefrist wöchentlich, in der letzte Woche der regulären Annahmefrist täglich zu erfolgen (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpÜG). Ferner ist das Endergebnis des Übernahmeverfahrens unverzüglich nach Ablauf der regulären Annahmefrist sowie nach

³⁴¹ Hierbei sind auch die Stimmrechte zu berücksichtigen, die der Bieter auf Grund einer Vereinbarung zu einem späteren Zeitpunkt erwerben kann (§§ 23 Abs. 1, 31 Abs. 6 WpÜG).

Ablauf der eventuellen weiteren Annahmefrist zu veröffentlichen und mitzuteilen (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und Nr. 3 WpÜG).³⁴²

Die Art der Veröffentlichung bestimmt sich nach § 14 Abs. 3 S. 1 WpÜG. Danach sind die „Wasserstandsmeldungen“ und das Endergebnis des Übernahmeverfahrens im Internet sowie in einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu publizieren. Ferner ist der Bieter verpflichtet, der BaFin unverzüglich einen Beleg über die Veröffentlichung im Börsenpflichtblatt zu übersenden (§§ 23 Abs. 1 S. 2, 14 Abs. 3 S. 2 WpÜG).³⁴³

4. Phase (4): Nachangebotsfrist

Abschließend folgt die letzte Phase des Angebotsverfahrens: die so genannte Nachangebotsfrist. Diese Frist beginnt mit der Veröffentlichung der Annahmequote nach Ablauf der regulären Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG) und dauert ein Jahr. In dieser Zeit hat der Bieter jeden direkten oder ihm zuzurechnenden Erwerb von Wertpapieren der Zielgesellschaft, der außerhalb des Angebotsverfahrens erfolgt, unverzüglich zu veröffentlichen und der BaFin mitzuteilen (§ 23 Abs. 2 WpÜG).³⁴⁴ Erfolgt der Erwerb außerhalb der Börse zu einer höheren als in dem Angebot genannte Gegenleistung, so ist der Bieter gegenüber den Aktionären, die das Übernahmeangebot angenommen haben, zur Zahlung des Differenzbetrages verpflichtet (§ 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG).

³⁴² Verlängert sich die Annahmefrist aufgrund einer Änderung des Angebots, so hat während dieser Verlängerung eine Wasserstandsmeldung ausschließlich am Ende der – verlängerten – regulären Annahmefrist zu erfolgen. Der Grund für die Reduzierung der Veröffentlichungspflicht auf eine abschließende Meldung ist darin zu sehen, dass in diesem Stadium, in dem ein Informationsinteresse der Angebotsempfänger nicht mehr besteht, weil zu diesem Zeitpunkt bereits feststeht, dass es zu einem Kontrollwechsel bei der Zielgesellschaft gekommen ist, so dass die Veröffentlichung nach § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpÜG nur noch dazu dient, Klarheit über den Ausgang der weiteren Annahmefrist herzustellen; vgl. Möllers, in Hirte/v. Bülow, § 23 Rn. 81.

³⁴³ Dies erfolgt in der Praxis durch Übersendung eines Auszugs aus dem überregionalen Börsenpflichtblatt unmittelbar nach seinem Erscheinen.

³⁴⁴ Obwohl dies dem Wortlaut des § 23 Abs. 2 WpÜG nicht zu entnehmen ist, erwartet die BaFin keine Veröffentlichung der Erwerbe, die der Bieter nach Ende der Annahmefrist über die Börse tätigt. Grund hierfür ist, dass ein Nachbesserungsanspruch der Aktionäre nach § 31 Abs. 5 WpÜG nur im Rahmen von außerbörslichen Erwerben besteht.

III. Minderheitenschutz im Rahmen des Übernahmeverfahrens?

These 9:

Die Regelungen des WpÜG berücksichtigen die widerstreitenden Interessen des Finanzinvestors und der Minderheitsaktionäre ausgewogen.

1. Minderheitenschutz durch die Regelungen zur Transparenz?

These 9 a:

Die Regelungen des WpÜG zur Transparenz des Übernahmeverfahrens tragen dem Interesse des Minderheitsaktionärs, seine Entscheidung über die Annahme oder Nichtannahme des Angebots auf Grundlage einer angemessenen Informationsbasis zu treffen, ausreichend Rechnung. Dadurch eventuell entstehende Nachteile für den Bieter sind hinzunehmen und sind nicht geeignet, ein Übernahmeverfahren zu verhindern.

Wie bereits dargelegt, will das WpÜG die Stellung des Minderheitsaktionärs durch Schaffung eines fairen und geordneten Übernahmeverfahrens stärken.³⁴⁵ Ein wesentliches Instrument hierzu ist die Schaffung von Transparenz, indem den von öffentlichen Erwerbs- und Übernahmeangeboten Betroffenen die für die zu treffenden Entscheidungen notwendigen Informationen zur Verfügung gestellt werden, was in § 3 Abs. 2 WpÜG ausdrücklich zum Grundsatz erhoben wird.³⁴⁶

a) Die Angebotsunterlage

Von zentraler Bedeutung für die Sicherstellung eines transparenten Übernahmeverfahrens und die Information aller Beteiligten sind die Regelungen des § 11 WpÜG

³⁴⁵ Siehe oben Teil 3.B.I.

³⁴⁶ Vgl. Hirte, in Hirte/v.Bülow, Einleitung Rn. 84.

zum Inhalt der Angebotsunterlage, welche den Transparenzgrundsatz des § 3 Abs. 2 WpÜG konkretisieren.³⁴⁷

(1) Allgemeine Anforderungen

Nach § 11 Abs. 1 WpÜG muss die Angebotsunterlage sämtliche Angaben enthalten, die notwendig sind, um den Adressaten des Angebots³⁴⁸ eine Entscheidung über das Angebot in Kenntnis der Sachlage zu ermöglichen. Sie ist in deutscher Sprache klar und verständlich abzufassen. Darüber hinaus ist im Falle der Aufnahme von Bedingungen, von deren Eintritt die Durchführung des freiwilligen Übernahmeangebots abhängen soll, darauf zu achten, dass aus dem Wortlaut der Angebotsunterlage eindeutig hervorgeht, unter welchen Voraussetzungen eine Bedingung als eingetreten gilt.³⁴⁹

(2) Der Inhalt der Angebotsunterlage

Die Angebotsunterlage hat in jedem Fall die in dem – im Folgenden näher beschriebenen – Katalog des § 11 Abs. 2, Abs. 3 WpÜG und § 2 WpÜG Angebots-VO enthaltenen Angaben zu enthalten. Zu beachten ist jedoch, dass das in § 11 Abs. 1 WpÜG genannte allgemeine Gebot der Richtigkeit und Vollständigkeit der Angebotsunterlage in Einzelfällen dazu führen kann, dass der Bieter Angaben in die Angebotsunterlage aufzunehmen hat, die nicht in dem gesetzlichen Katalog genannt sind.³⁵⁰

³⁴⁷ Vgl. Thoma, in Baums/Thoma, § 11 Rn. 2.

³⁴⁸ D.h. den Inhabern der Wertpapiere der Zielgesellschaft.

³⁴⁹ Dies gilt beispielsweise bei der Aufnahme von sogenannten „MAC-Klauseln“ (*Material-Adverse-Change-Klauseln*) in Paketkaufverträgen, deren wirksamen Vollzug der Bieter als Bedingung im Rahmen des Übernahmeangebots aufgenommen hat. Hier verlangt die BaFin in der Angebotsunterlage einen Hinweis darauf, anhand welcher Kriterien (z.B. Ad-hoc Mitteilungen oder externes Gutachten) festgestellt wird, ob tatsächlich eine wesentliche Veränderung bei der Zielgesellschaft eingetreten ist, die zu einem Nicht-Vollzug des Paketkaufvertrages führt und damit die Bedingung im Rahmen des Übernahmeangebots nicht erfüllt ist.

³⁵⁰ Dies gilt insbesondere für Angaben, die im Zusammenhang mit dem Angebot stehen und bereits aus diesem Grunde dem Aktionär der Zielgesellschaft gegenüber offengelegt werden sollten.

(a) Angaben zum Inhalt des Angebots, § 11 Abs. 2 S. 2 WpÜG

Die Angebotsunterlage hat die folgenden, den Inhalt des Angebots betreffenden Angaben zu enthalten:

- Name oder Firma, Anschrift, Sitz und ggf. Rechtsform des Bieters und der Zielgesellschaft (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 1, 2 WpÜG),
- Wertpapiere, die Gegenstand des Angebots sind (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 3 WpÜG).
- Art und ggf. Höhe der angebotenen Gegenleistung (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 4 WpÜG).³⁵¹
- Höhe der für den Entzug von Rechten gebotenen Entschädigung nach § 33b Abs. 4 WpÜG n.F. (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 4a WpÜG n.F.).
- Bedingungen, von denen die Wirksamkeit des Angebots abhängt (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 5 WpÜG).³⁵²
- Beginn und Ende der Annahmefrist (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 6 WpÜG).³⁵³

(b) Ergänzende Angaben nach § 11 Abs. 2 S. 3, Abs. 3 WpÜG

Ferner ist der Bieter verpflichtet, die folgenden ergänzenden Angaben in die Angebotsunterlage aufzunehmen:

³⁵¹ Siehe unten Teil 3.B.III.1.a.(2). und 3.

³⁵² Die Aufnahme derartiger Bedingungen (wie beispielsweise kartellrechtliche oder sonstige behördliche Entscheidungen bzw. die Aufnahme einer Mindestakzeptanzschwelle) sind ausschließlich bei Erwerbs- und Übernahmeangeboten zulässig. Ferner darf deren Eintritt nicht vom Willen des Bieters abhängig gemacht werden.

³⁵³ Zur Dauer der Annahmefrist siehe Teil 3.B.II.3.

- § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG: Angaben zu der Finanzierung der Erfüllung des Angebots und zu den erwarteten Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters; hierbei verlangt die BaFin eine detaillierte Darstellung, in welcher Form die Finanzierung bei einer Geldleistung vorgenommen wurde.³⁵⁴ Ferner ist die Auswirkung auf die Vermögenslage des Bieters konkret darzustellen.³⁵⁵
- § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG n.F.: Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft sowie des Bieters, insbesondere Angaben zum künftigen Sitz der Zielgesellschaft und ihrer Einrichtungen, zu den Arbeitnehmern und deren Vertretungen und den derzeitigen Vorstandsmitgliedern; bloße allgemeine Aussagen sind an dieser Stelle nicht ausreichend.³⁵⁶
- § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 3 WpÜG: Angaben über Geldleistungen oder geldwerte Vorteile an die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der Zielgesellschaft; hierbei sind sowohl Art als auch Höhe der jeweils gewährten oder in Aussicht gestellten Vorteile anzugeben.³⁵⁷

³⁵⁴ Hierbei wird ein bloßer Verweis auf die Finanzierungsbestätigung des Kreditinstituts (§ 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 4, § 13 WpÜG) als nicht ausreichend angesehen. Vielmehr sollen die Adressaten des Angebots diesen Angaben entnehmen können, ob das Angebot auf einer vertretbaren wirtschaftlichen Grundlage steht, vgl. *Hamann*, ZIP 2001, S. 2249 (2254).

³⁵⁵ *Lenz/Linke*, AG 2002, S. 361 (363); Hier wird seitens der BaFin eine Übersicht über die finanzielle Lage des Bieters vor der Übernahme sowie die Wiedergabe der finanziellen Auswirkungen des Angebots anhand betriebswirtschaftlicher Kennzahlen und einer Kapitalflussrechnung gefordert. Worthüllen wie beispielsweise die bloße Aussage, die erwarteten finanziellen Auswirkungen des Angebots auf den Bieter seien „gering“ oder „unbedeutend“, werden von der BaFin nicht akzeptiert. So musste selbst die *Siemens AG* mit einer Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt der Übernahme von ca. 40.103 Mio. € im Rahmen der Angebotsunterlage zur Übernahme der *Cycos AG* mit einer damaligen Marktkapitalisierung von ca. 30,8 Mio. € eine detaillierte Aufstellung ihrer finanziellen Verhältnisse vor und nach dem Übernahmeverfahren darstellen, obwohl offensichtlich war, dass es durch die Übernahme zu keinerlei finanziellen Auswirkungen auf die Finanzlage der Siemens AG bzw. des Siemens Konzerns kommen wird.

³⁵⁶ So wird beispielsweise ein pauschaler Hinweis, es bestünden keine besonderen Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft, von der BaFin beanstandet.

³⁵⁷ *Hamann*, ZIP 2001, S. 2249 (2255); Ziel dieser Vorschrift ist die Offenlegung von Interessenskonflikten, die sich beispielsweise daraus ergeben könnten, dass der Bieter bereits im Vorfeld eines Angebots Absprachen mit den Vorstands- oder Aufsichtsratsmitgliedern der Zielgesellschaft getroffen hat, die deren berufliche Perspektive betreffen.

- § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 4, § 13 Abs. 2 S. 2 WpÜG: Finanzierungsbestätigung eines unabhängigen Kreditinstituts über die gesicherte Finanzierung der Erfüllung des Angebots, sofern die von dem Bieter angebotene Gegenleistung in einer Geldleistung besteht,
- § 11 Abs. 3 WpÜG: Name und Anschrift der Personen bzw. Unternehmen, die die Verantwortung für den Inhalt der Angebotsunterlage übernehmen, sowie eine Erklärung der Verantwortlichen, dass die in der Angebotsunterlage enthaltenen Angaben ihres Wissens nach vollständig und richtig sind.

(c) Ergänzende Angaben nach § 2 WpÜG Angebots-VO

§ 2 WpÜG Angebots-VO stellt weitere inhaltliche Anforderungen an die Angebotsunterlage. Danach hat diese neben den in § 11 WpÜG genannten Angaben weitere ergänzende Angaben zu enthalten. Hierzu zählen insbesondere:

- Im Falle eines Tauschangebots: Angaben, die in einem Verkaufsprospekt zu machen wären (§ 2 Nr. 2 WpÜG Angebots-VO i.V.m. § 7 VerkaufsProspG und der VerkProspVO). Wurde für die als Gegenleistung angebotenen Aktien innerhalb von zwölf Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage ein Börsenzulassungsprospekt, ein Unternehmensbericht oder ein Verkaufsprospekt in deutscher Sprache veröffentlicht, so kann die Angebotsunterlage unter bestimmten Voraussetzungen darauf verweisen, muss jedoch auf die zwischenzeitlich eingetretenen Änderungen hinweisen und diese darstellen.
- Angaben zu den Kriterien, nach denen die Angemessenheit der Gegenleistung bewertet wurde (§ 2 Nr. 3 WpÜG Angebots-VO); an dieser Stelle erwartet die BaFin detaillierte Angaben zu der Ermittlung der Gegenleistung. Da sich die Höhe der Gegenleistung in der Praxis zuerst an dem im Rah-

men von Paketkaufverträgen gewährten Vorerwerbspreis orientiert,³⁵⁸ haben an dieser Stelle Angaben zu einer möglicherweise durchgeführten Unternehmensbewertung zu erfolgen, die zum Zwecke der Feststellung eines angemessenen Vorerwerbspreises durchgeführt wurde. Orientiert sich die Gegenleistung hingegen ausschließlich anhand des durchschnittlichen Börsenkurses der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Übernahmeentscheidung, so hat der Bieter zu begründen, weshalb er die Bewertung der Zielgesellschaft anhand des Börsenkurses für angemessen hält.

- Anzahl der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, die von dem Bieter, den mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen gehalten werden oder ihnen nach § 30 WpÜG zuzurechnen sind (§ 2 Nr. 5 WpÜG Angebots-VO); an dieser Stelle wird seitens der BaFin auch die Angabe der Stimmrechte, die sich der Bieter, eine mit ihm gemeinsam handelnde Person oder deren Tochterunternehmen durch schuldrechtliche Vereinbarung gesichert hat, verlangt, auch wenn noch keine Zurechnung dieser Stimmrechte nach § 30 WpÜG erfolgt.
- Höhe und Art der Gegenleistung, die der Bieter, mit ihm gemeinsam handelnde Personen oder deren Tochterunternehmen für Wertpapiere der Zielgesellschaft innerhalb der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung über die Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots bzw. die Veröffentlichung des Kontrollerwerbs oder vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage gewährt hat (§ 2 Nr. 7 WpÜG Angebots-VO);
- Hinweise auf eine mögliche Verlängerung der Annahmefrist aufgrund einer Änderung des Angebots, eines konkurrierenden Angebots oder einer weiteren Annahmefrist (§ 2 Nr. 9 WpÜG Angebots-VO).

³⁵⁸ Dies gilt jedenfalls dann, wenn dieser Vorerwerbspreis über dem Drei-Monats-Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaft liegt, was in der Praxis in den meisten Fällen der Fall ist.

(d) Weitere Pflichtangaben

Die Regelungen des § 11 Abs. 2 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜG Angebots-VO stellen grundsätzlich einen abschließenden Katalog der Informationspflichten des Bieters dar.³⁵⁹ Weitere Informationspflichten können daher allenfalls dann hinzutreten, wenn besondere Umstände des Einzelfalls eine besondere Gefährdungslage auf Seiten der potentiellen Veräußerer entstehen lassen.³⁶⁰ Dies könnte beispielsweise der Fall sein, wenn der Bieter die Absicht hat, die Anteile an einen Dritten weiterzuveräußern, was dann zur Verhinderung von Strohmanngeschäften in der Angebotsunterlage anzugeben wäre.³⁶¹

(3) Haftung für die Angebotsunterlage

Sind die in der Angebotsunterlage enthaltenen Angaben falsch oder unvollständig, so kann dies zu einer Haftung des Bieters nach § 12 WpÜG führen.³⁶² Danach kann derjenige, der das Angebot angenommen hat, von demjenigen, der die Angebotsunterlage veröffentlicht oder der für diese die Verantwortung übernommen hat, den Ersatz des Schadens verlangen, der ihm durch die falschen oder unvollständigen Angaben entstanden ist.

Für eine Haftung nach § 12 WpÜG kommt es auf den Nachweis der Kausalität der fehlerhaften Angaben für den Entschluss zur Annahme des Angebots nicht an. Vielmehr wird der Ursachenzusammenhang zwischen der fehlerhaften Angabe und der Kaufentscheidung gesetzlich vermutet. Eine Haftung ist jedoch dann ausgeschlossen, wenn der in Anspruch Genommene den Fehler in der Angebotsunterlage nicht kannte und seine Unkenntnis auch nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht (§ 12 Abs. 2 WpÜG). Ferner ist eine Inanspruchnahme ausgeschlossen, wenn die Annahme des Angebots durch den Anspruchsteller nicht auf Grund der Angaben in

³⁵⁹ Vgl. *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenkga/Oechsler, Kommentar zum WpÜG, § 11 Rn. 3.

³⁶⁰ Vgl. *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenkga/Oechsler, § 11 Rn. 3; a.A. *Seydel*, in Hirte/v. Bülow, § 11 Rn. 27.

³⁶¹ Vgl. *Hamann*, ZIP 2001, S. 2249 (2251).

³⁶² Diese Haftung ähnelt der Haftung für den Inhalt eines Börsenzulassungsprospektes.

der Angebotsunterlage erfolgt ist, wenn dieser die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben kannte oder wenn vor Annahme des Angebots eine formelle Berichtigung der Angaben in Form einer Veröffentlichung entsprechend den Regelungen des § 14 Abs. 3 WpÜG erfolgt ist (§ 12 Abs. 3 WpÜG). Das Vorliegen einer dieser Exkulpationsmöglichkeiten ist von dem in Anspruch Genommenen nachzuweisen.

Der Schadensersatzanspruch verjährt in einem Jahr seit dem Zeitpunkt, zu dem die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben in der Angebotsunterlage dem Aktionär zur Kenntnis gelangt ist, spätestens jedoch in drei Jahren seit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage (§ 12 Abs. 4 WpÜG). Ein im Voraus vereinbarter Haftungsausschluss ist unzulässig (§ 12 Abs. 5 WpÜG). Weitergehende vertragliche oder deliktische Ansprüche bleiben von der Haftungsregelung des § 12 WpÜG unberührt (§ 12 Abs. 6 WpÜG).

Zu beachten ist an dieser Stelle, dass – ebenso wie im Rahmen börsengesetzlicher Prospekthaftungsansprüche – nach dem eindeutigen Gesetzeswortlaut derjenige, der aufgrund einer fehlerhaften oder unvollständigen Angabe in der Angebotsunterlage das Angebot nicht angenommen hat, keinen Schadensersatzanspruch aus § 12 Abs. 1 WpÜG geltend machen kann. Dies erscheint aufgrund der Tatsache, dass die Entscheidung, ein Übernahmeangebot nicht anzunehmen, viele Beweggründe haben kann, und die Beweislastumkehr für die haftungsbegründende Kausalität daher zu unangemessenen Ergebnissen führen würde, angemessen.³⁶³

b) Sonstige Informationspflichten des Bieters

Dem Transparenzgrundsatz des § 3 Abs. 2 WpÜG dienen auch weitere Regelungen des WpÜG. Hierzu gehören:

- § 10 WpÜG, der den Bieter verpflichtet, seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen. Im Hinblick auf die Akti-

onäre bezweckt die Vorschrift eine Gleichzeitigkeit der Information aller Aktionäre über die Vorbereitung einer Übernahme der Zielgesellschaft.³⁶⁴ Eine umfassende Information der Öffentlichkeit über marktrelevante Daten soll eine Ausnutzung von Spezialwissen verhindern.³⁶⁵ Das ist insbesondere deshalb angebracht, weil der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots eine vorbereitende Phase vorausgeht,³⁶⁶ in der die verschiedensten Beteiligten Informationen über die geplante Übernahme und ihre Einzelheiten erlangen können.

Anders als nach britischem Recht muss die Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots noch keine Einzelheiten des späteren Angebots beinhalten.³⁶⁷ Es genügt die in der nach § 10 Abs. 3 WpÜG vorgeschriebenen Form – seit Inkrafttreten des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes im Internet und über ein elektronisch betriebenes Informationssystem – zu erfolgende Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots als solcher und die Nennung der betroffenen Aktien.³⁶⁸ Freilich ist der Bieter befugt, Einzelheiten des späteren Angebots bereits jetzt zu veröffentlichen.³⁶⁹

- § 23 WpÜG, der den Bieter während des Laufs der Annahmefrist zu einer kontinuierlichen Meldung des Stands des Übernahmeverfahrens in Form von Veröffentlichungen der ihm und mit ihm gemeinsam handelnden Personen zustehenden Anteilen der Zielgesellschaft verpflichtet. Diese sog. Wasserstandsmeldungen³⁷⁰ sollen das Kommunikationsdefizit (sog. priso-

³⁶³ Hiervon unberührt bleiben jedoch zivilrechtliche Haftungsansprüche des Wertpapierinhabers; vgl. hierzu *Assmann*, AG 2002, S. 153 (154 f.).

³⁶⁴ Vgl. *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 10 Rn. 3.

³⁶⁵ RegE BT-Drucks. 14/7034 S. 39.

³⁶⁶ Siehe oben Teil 3.B.II.1.

³⁶⁷ Vgl. *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 10 Rn. 3, 14.

³⁶⁸ Vgl. *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 10 Rn. 14; *Hirte*, in Hirte/v. Bülow, § 10 Rn. 23.

³⁶⁹ *Hirte*, in Hirte/v. Bülow, § 11 Rn. 27.

³⁷⁰ Siehe oben Teil 3.B.II.3.d.

ner's dilemma) unter den Aktionären ausgleichen und sie in die Lage versetzen, die Erfolgsaussichten des öffentlichen Angebots einzuschätzen.³⁷¹ Es soll verhindert werden, dass (Minderheits-)Aktionäre dem Verkaufsdruck erliegen, der daraus resultieren kann, dass sie ungeprüft und unüberprüfbar von einem Erfolg des öffentlichen Angebots ausgehen.³⁷²

Kritik erfährt die Regelung des § 23 Abs. 1 WpÜG vor allem deshalb, weil bezweifelt wird, ob die Wasserstandsmeldungen geeignet sind, ein zutreffendes Bild von der Akzeptanz des Angebots zu liefern, da erfahrungsgemäß insbesondere institutionelle Anleger erst unmittelbar vor Ablauf der Annahmefrist auf das Angebot reagieren. Aus Sicht der Bieter werden die durch die Pflicht zur Abgabe der Wasserstandsmeldungen verursachten hohen Transaktionskosten kritisiert.³⁷³ Für den Bereich einfacher öffentlicher Erwerbsangebote werden sie vereinzelt als eine Überregulierung angesehen.³⁷⁴

Hierbei darf jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass das prisoner's dilemma ein Problem darstellt, welches nicht nur den von einem öffentlichen Übernahmeangebot betroffenen Kreis der Wertpapierinhaber angeht, sondern darüber hinaus die Akzeptanz von Wertpapieranlagen als solche beeinflusst. Da, wie vorstehend gezeigt,³⁷⁵ öffentliche Übernahmeangebote aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswert sind, müssen daher Rahmenbedingungen geschaffen werden, die dieses prisoner's dilemma zumindest entschärfen.³⁷⁶ Auch wenn den Wasserstandsmeldungen aufgrund des Annahmeverhaltens institutioneller Investoren möglicherweise nicht immer volle Aussagekraft zukommt, so gibt die laufende Veröffentlichung der Beteiligungsquote des Bieters während der Annahmefrist gemäß § 23 Abs. 1

³⁷¹ Vgl. *Oechlser*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 23 Rn. 1.

³⁷² Vgl. *Diekmann*, in Baums/Thoma, § 23 Rn. 2.

³⁷³ Vgl. *Diekmann*, in Baums/Thoma, § 23 Rn. 7.

³⁷⁴ Vgl. *Schröder*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 23 Rn. 2.

³⁷⁵ Siehe oben Teil 2.A.II und C.

³⁷⁶ Vgl. *Witt*, NZG 2000, S. 809 (813 f.).

WpÜG den betroffenen Wertpapierinhaber dennoch zumindest im Ansatz eine Orientierungshilfe.³⁷⁷ Die daraus resultierenden Transaktionskosten sind für den Bieter im Vorfeld des öffentlichen Angebots kalkulierbar und erscheinen trotz der sich ergebenden finanziellen Nachteile auf Bieterseite im Interesse des Minderheitenschutzes hinnehmbar. Sie dürften bei ausichtsreichen Übernahmeoptionen nicht derart ins Gewicht fallen, dass sie entsprechende Aktivitäten eines Finanzinvestors verhindern.

c) Rechtliche Würdigung der Regelungen zur Transparenz

(1) Die Regelungen zur Angebotsunterlage

Bei Abfassung des § 11 WpÜG hatte der Gesetzgeber neben der Tatsache, dass es sich bei einer Angebotsunterlage um ein rechtsverbindliches Angebot auf Abschluss eines Kaufvertrages über den Erwerb von Aktien an der Zielgesellschaft i.S. des § 145 BGB handelt,³⁷⁸ zu berücksichtigen, dass dem Informationsbedürfnis der Aktionäre, ebenso wie dem Informationsbedürfnis anderer von dem Angebot Betroffener,³⁷⁹ unterschiedliche Interessen des Bieters gegenüberstehen. Schon wegen des Erfordernisses der rechtlichen Bestimmtheit eines Vertragsangebots muss die Angebotsunterlage notwendig alle Angaben enthalten, die es dem Adressaten ermöglichen, durch bloße Annahmeerklärung einen rechtswirksamen Vertrag zustandezubringen.³⁸⁰ Darüber hinaus soll eine weitergehende Information des Adressatenkreises über die Ziele, die der Bieter mit dem Erwerb der Wertpapiere verfolgt, sichergestellt werden.³⁸¹ Vereinzelt wird die Angebotsunterlage als „umgekehrter Verkaufsprospekt“ bezeichnet, weil sie dem potentiellen Verkäufer diejenige Kenntnis der Sachlage vermitteln soll, die dieser benötigt, um eine informierte Entscheidung über die Annahme oder Nichtannahme des Angebots treffen

³⁷⁷ So auch *Diekmann*, in Baums/Thoma, § 23 Rn. 8.

³⁷⁸ *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 11 Rn. 1.

³⁷⁹ Dazu zählen auch die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft; vgl. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 41.

³⁸⁰ Vgl. *Thoma*, in Baums/Thoma, § 11 Rn. 6.

³⁸¹ Vgl. *Renner*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 2 Rn. 10.

zu können (§ 11 Abs. 1 S. 2 WpÜG).³⁸² Insbesondere sind die Angaben zu den Kriterien, nach denen die Angemessenheit der Gegenleistung bewertet wurde und welche in der Angebotsunterlage detailliert darzustellen sind, häufig für die Entscheidung des Aktionärs über die Annahme oder Nichtannahme des Übernahmeangebots von wesentlicher Bedeutung. Die Regelungen des § 11 Abs. 1 WpÜG tragen diesem Bedürfnis umfassend Rechnung.

Wenn man auf Seiten des Bieters aber, wie der Gesetzgeber dies offensichtlich getan hat,³⁸³ lediglich dessen Interesse „an einer raschen und möglichst kostengünstigen Erstellung der notwendigen Unterlagen“ bei der Regelung der Anforderungen an die Angebotsunterlage mitberücksichtigt, so greift dies zu kurz: Je nach Umfang der normierten Informationspflichten können hierdurch externe Effekte erzielt werden, die für den Bieter nachteilig sein können. So kann bei zu weitgehenden Informationspflichten z.B. ein konkurrierender Bieter von den Due-Diligence-Kosten des Bieters profitieren und sich ebenfalls um die umworbene Zielgesellschaft bemühen.³⁸⁴

Da jedoch grundsätzlich das Interesse des (Minderheits-)Aktionärs an einer umfassenden Aufklärung über das Schicksal „seiner“ Gesellschaft und damit auch seines Gesellschaftsanteils als schützenswert anzuerkennen ist und da ein transparentes Erwerbs- und Übernahmeverfahren letztlich auch dem Vertrauen in Wertpapiere und damit dem Wertpapiermarkt insgesamt zugute kommt,³⁸⁵ werden diese externen Effekte in einem gewissen Rahmen hinzunehmen sein. Freilich wird man bei der Frage des Umfangs der Informationspflichten in der Angebotsunterlage bei der Auslegung des § 11 WpÜG auch solche externen Effekte zu berücksichtigen haben.

³⁸² Vgl. *Seydel*, in *Hirte/v.Bülow*, § 11 Rn. 3; *Fleischer/Kalls*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, S. 81.

³⁸³ Vgl. RegE BT-Drucks. 14/7034 S. 41.

³⁸⁴ *Oechsler*, in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, § 11 Rn. 4.

³⁸⁵ Vgl. auch *Hommelhoff/Witt*, in *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, Vor §§ 35 bis 39 Rn. 27 f.

(2) Gesamtwürdigung der Regelungen zur Transparenz

Aufgrund der durch die Transparenzregeln des WpÜG geschaffenen Bieterpflichten ist eine zeitnahe, wahrheitsgetreue und vollständige Information der Minderheitsaktionäre über alle entscheidungsrelevanten Umstände des Angebots gewährleistet. Die in den Angebotsunterlagen zur Verfügung gestellten Informationen versetzen die Aktionäre daher in die Lage, eine „freie und rationale Entscheidung“³⁸⁶ über dessen Annahme zu treffen. Informationsasymmetrien werden somit weitgehend abgebaut, ohne die Informationspflichten des Bieters grundsätzlich zu überspannen.³⁸⁷

Zwar hat der Bieter durch die Regelungen zur Transparenz finanzielle Aufwendungen zu tragen, die ihm durch Erstellung der Angebotsunterlage, einer möglicherweise durchzuführenden Unternehmensbewertung zur Ermittlung der angemessenen Höhe der Gegenleistung sowie die laufend zu veröffentlichen Wasserstandsmeldungen entstehen. Da das Interesse der Aktionäre an einer umfassenden Aufklärung über das Schicksal „ihrer“ Aktiengesellschaft und ihres Gesellschaftsanteils als grundsätzlich schützenswert anzuerkennen ist und ein transparentes Erwerbs- und Übernahmeverfahren letztlich dem Vertrauen in Wertpapiere und damit dem Vertrauen in den Wertpapiermarkt insgesamt zugute kommt,³⁸⁸ sind diese Nachteile jedoch hinzunehmen. Sie sind insbesondere vor den Hintergrund der Planbarkeit dieser Kosten nicht so gravierend, als dass sie geeignet wären, die Entscheidung des Finanzinvestors über seine Investition negativ zu beeinflussen.

2. Minderheitenschutz durch die Regelungen zum Pflichtangebot?

These 9 b:

Das Pflichtangebot dient in ökonomischer Hinsicht sowohl dem Minderheitenschutz als auch dem Interesse des Marktes an einer besseren Allokation der Unter-

³⁸⁶ So auch *Mühle*, S. 324.

³⁸⁷ *Oechsler*, in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, § 11 Rn. 4.

nehmensressourcen und stellt kein entscheidendes Hindernis für erwünschte Going Private Transaktionen dar.

Als weiteres zentrales Instrument des Minderheitenschutzes hat der Gesetzgeber in den §§ 35 ff. des 5. Abschnitts des WpÜG das Pflichtangebot eingeführt, wobei insbesondere § 35 WpÜG als eine der wichtigsten Vorschriften des WpÜG zum Minderheitenschutz angesehen wird.³⁸⁹ Diese Regelung verpflichtet denjenigen, der außerhalb eines freiwilligen öffentlichen Angebots die Kontrolle über eine Zielgesellschaft³⁹⁰ erlangt, allen Aktionären ein Kauf- oder Tauschangebot zu unterbreiten.

a) Die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG

Ausgelöst wird die Pflicht zur Veröffentlichung eines Pflichtangebots mit Überschreiten der Kontrollschwelle nach § 29 Abs. 2 WpÜG, d.h. einem Erreichen von mindestens 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft. Diese Zahl liegt folgenden Überlegungen zugrunde:

Unabhängig von der Frage, ob ein neuer Mehrheitsaktionär nach Übernahme der Zielgesellschaft eine Going Private Transaktion anstrebt oder nicht, ist eine signifikante Veränderung der Konzentration der Stimmrechtsanteile in der Regel mit bedeutenden Veränderungen für die Zielgesellschaft sowie für deren Minderheitsaktionäre verbunden. Zum einen wirkt sich ein aktives Engagement eines neuen Investors meist automatisch auf den Kurs der Aktie aus und zwar, je nach unterstellten oder bekannten Ambitionen des Investors, sowohl in positiver, als auch in negativer Weise.³⁹¹ Zum anderen kann ein neuer Mehrheitsaktionär auch durch bewusste Maßnahmen maßgeblichen Einfluss auf den Kurs der Zielgesellschaft nehmen und – beispielsweise im Vorfeld einer Abfindungszahlung an die verbleibenden Minderheitsaktionäre im Rahmen eines Delisting oder eines Squeeze-out-

³⁸⁸ Vgl. auch *Hommelhoff/Witt*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, Vor §§ 35 bis 39 Rn. 27 f.

³⁸⁹ Vgl. z.B. *von Bülow*, in Hirte/von Bülow, § 35 Rn. 1.

³⁹⁰ Siehe hierzu nachfolgend unten Teil 3.B.III.2.a.

³⁹¹ Vgl. *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 29 Rn. 2 u. § 3 Rn. 16 f.

Verfahrens nach §§ 327 a ff. AktG – sogar unmittelbar ein Sinken der Unternehmensbewertung erwirken. Wegen dieser Auswirkungen der Erlangung der Position eines Mehrheitsaktionärs hatte der Gesetzgeber die Frage zu beantworten, ab welchem Stimmrechtsanteil die Interessen der Minderheitsaktionäre des Schutzes bedürfen, der die Einleitung des förmlichen Verfahrens einer öffentlichen Übernahme nach §§ 29 ff. WpÜG und insbesondere das eines des Pflichtangebots nach §§ 35 ff. WpÜG gebietet.³⁹²

Während im Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission ein „Pflichtangebot“ noch an die Erlangung eines Anteils von 50% der Stimmrechte angeknüpft wurde,³⁹³ ging man bereits im Gesetzgebungsverfahren des WpÜG von der letztendlich in § 29 Abs. 2 WpÜG Gesetz gewordenen Kontrollschwelle von 30% aus.³⁹⁴ Begründet wird dieser Schwellenwert zum einen mit einem Verweis auf entsprechende Regelungen in Frankreich, Italien, Österreich und der Schweiz, zum anderen mit den nachweislichen Hauptversammlungspräsenzen von regelmäßig lediglich um die 60% der Stimmberechtigten, womit ein Anteil ab 30% bereits die einfache Mehrheit darstellt.³⁹⁵ Ungeachtet der Diskussion im Einzelnen, auf die sogleich näher einzugehen sein wird, wird man eine Orientierung der Kontrollschwelle an den empirisch nachweisbaren Hauptversammlungspräsenzen als sinnvolles Mittel des Minderheitenschutzes ansehen können.³⁹⁶ Insbesondere für institutionelle (Groß-)Aktionäre sowie für den bisherigen Mehrheitsaktionär wird es unerlässlich sein, nach der Überschreitung der Kontrollschwelle durch einen Dritten das finanzielle Engagement in der Zielgesellschaft zu überdenken und vorhandene Anteile zu einem angemessenen Preis veräußern zu können.³⁹⁷

³⁹² Vgl. Harbarth, ZIP 2002, S. 321 (322).

³⁹³ Art. 16, 17; vgl. Diekmann, in Baums/Thoma, § 29 Rn. 6.

³⁹⁴ Vgl. Diekmann, in Baums/Thoma, § 29 Rn. 6.

³⁹⁵ Begr. RegE, BT-Drucks. 14/7034, S. 53; vgl. Riehmer, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 29 Rn. 3; Fleischer/Kalls, S. 111.

³⁹⁶ So auch Fleischer/Kalls, S. 111 f.

³⁹⁷ Vgl. Harbarth, ZIP 2002, S. 321 (322).

b) Die Regelungen der §§ 35 ff. WpÜG

Das Verfahren zum Pflichtangebot, sowie insbesondere etwaig bestehende Befreiungsmöglichkeiten von der Angebotspflicht, sind in den §§ 35 bis 39 WpÜG geregelt, die zum Teil auf die Regelungen des 3. und 4. Abschnittes verweisen (§ 39 WpÜG). So ist der Bieter beispielsweise in der Bestimmung der Höhe der Gegenleistung für die Übernahme der Aktien nicht frei. Zwar kann er wählen, ob er als Gegenleistung Geld oder liquide Aktien anbietet, aber die Bestimmung der Höhe des Angebots ist durch § 31 WpÜG geregelt.³⁹⁸ Sanktionen für die Verletzung der Angebotspflicht bestehen in der Möglichkeit der Verhängung von Bußgeldern durch die BaFin (§ 60 WpÜG), in dem Verlust von Rechten an der Zielgesellschaft nach § 59 WpÜG, in der Haftung gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft nach §§ 12, 38, 39 WpÜG und in der Haftung gegenüber den eigenen Gesellschaftern nach dem WpHG und allgemeinen Vorschriften.³⁹⁹

(1) Dogmatische Einordnung

Von ihrer Rechtsnatur her sind die Vorschriften des 5. Abschnitts, soweit sie das Pflichtangebot und sein Verfahren betreffen, öffentlich-rechtliche Vorschriften, deren Einhaltung die BaFin gem. § 4 Abs. 2 WpÜG im öffentlichen Interesse zu überwachen hat,⁴⁰⁰ während die Regelung des § 38 WpÜG, der den Bieter für die Dauer des Verstoßes gegen die Angebotspflicht zur Zinszahlung verpflichtet, zivilrechtlicher Natur ist.⁴⁰¹

Nach der Begründung zum Gesetzesentwurf dient das Pflichtangebot dazu, den Minderheitsaktionären im Falle eines Kontrollwechsels, dem kein öffentliches Übernahmeangebot vorausgegangen ist, die Veräußerung ihrer Beteiligungen zu einem angemessenen Preis zu ermöglichen.⁴⁰² Dieser durch § 35 WpÜG gewährte

³⁹⁸ Siehe unten Teil 3.B.III.3.a.(2).

³⁹⁹ Vgl. *Ekkenga/Schulz*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 35 Rn. 73 ff.

⁴⁰⁰ Vgl. *Ekkenga/Schulz*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 35 Rn. 6.

⁴⁰¹ Vgl. *Ekkenga*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 38 Rn. 1.

⁴⁰² Begr RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 28 (30).

individuelle Schutz der Minderheitsaktionäre wird in der Literatur überwiegend gesellschaftsrechtlich im Sinne einer präventiven Konzerneingangskontrolle verstanden. Sie sollen vor Preisnachteilen durch den Verkauf von Anteilen nach Bekanntwerden der Kontrollübernahme geschützt werden und es soll ihnen erspart bleiben, als Minderheitsgesellschafter im neuen Konzern verharren zu müssen.⁴⁰³ Eine andere Ansicht im Schrifttum stellt auf die kapitalmarktrechtliche Wirkung der §§ 35 ff. WpÜG ab und erkennt den Individualschutz des Pflichtangebots nicht als Selbstzweck an, sondern als Mittel zur Verwirklichung des kapitalmarktrechtlichen Funktionenschutzes.⁴⁰⁴ § 35 WpÜG konkretisiert danach den kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz, wie er in § 3 Abs. 1 WpÜG niedergelegt ist, indem er im Ergebnis die Verpflichtung aufstellt, dem Angebotsempfänger die gleiche Kontrollprämie zukommen zu lassen, die der Bieter vor Erlangung der Kontrolle anderen ausgeschiedenen Aktionären gewährt hat. Fehlallokationen als Folge preislicher Übervorteilung der Minderheitsaktionäre könnten so verhindert werden.⁴⁰⁵

Wenn die Gesetzesbegründung davon ausgeht, dass das Pflichtangebot den geregelten Austritt („Exit“) der Minderheitsaktionäre nach einem Kontrollwechsel zu einem angemessenen Preis bezweckt, so steht damit ersichtlich der Schutz der Minderheitsaktionäre im Vordergrund. Man kann daher zu Recht die §§ 35 ff. WpÜG als funktionalen Konzerneingangsschutz bezeichnen. Dabei geht es freilich nicht um die Sicherung der Unabhängigkeit der Zielgesellschaft, sondern allein um die Interessen der Minderheitsaktionäre nach einer grundlegenden Änderung der Bedingungen, unter denen einst die Investitionsentscheidung erfolgt ist.⁴⁰⁶ Diese Änderung der „Geschäftsgrundlage“ infolge des Kontrollerwerbs stellt die Aktionäre der Zielgesellschaft vor die Frage, ob das nunmehrige Potential an Chancen und Risiken im Hinblick auf die künftige Entwicklung der Zielgesellschaft zu der

⁴⁰³ Vgl. von Bülow, in Hirte/v. Bülow, § 35 Rn. 4; Hommelhoff/Witt, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, Vor §§ 35 bis 39 Rn. 31; ablehnend: Ekkenga/Schulz, in Ehrcke/Ekkenga/Oechsler, § 35 Rn. 3 ff. m.w.N.

⁴⁰⁴ Vgl. Kleindiek, ZGR 2002, S. 546 (560).

⁴⁰⁵ Vgl. Ekkenga/Schulz, in Ehrcke/Ekkenga/Oechsler, § 35 Rn. 4.

⁴⁰⁶ So auch Baums/Hecker, in Baums/Thoma, Vor § 35 Rn. 89 ff.

eigenen Anlage- und Geschäftspolitik passt oder ob eine Trennung von den betreffenden Aktien angebracht ist. Diese Frage könnte nicht frei von jeglichem Druck beantwortet werden, wenn bei einem Verkauf der Aktien ein angemessener Preis nicht erzielt werden könnte. Diese beiden Komponenten – die Änderung der „Geschäftsgrundlage“ der ursprünglichen Investitionsentscheidung auf der einen und die regelmäßig zu erwartende Kursbeeinflussung nach einem Kontrollwechsel auf der anderen Seite – bilden gemeinsam die Rechtfertigung und damit den Zweck der Regelungen des 5. Abschnitts des WpÜG.⁴⁰⁷ In ihrer Gesamtheit rechtfertigen sie damit auch den in dem Pflichtangebot liegenden Eingriff in das marktwirtschaftliche System,⁴⁰⁸ der darin liegt, dass die Preisfindung gem. §§ 39, 31 WpÜG nicht mehr allein den Marktmechanismen unterworfen bleibt, sondern der Bieter zur Abgabe eines den Regelungen des WpÜG entsprechenden „Mindestangebots“ gezwungen wird.

Hervorzuheben ist jedoch, dass die gesetzlichen Regelungen zum Pflichtangebot nicht einen generellen Schutz der Aktionäre vor nachträglichen Änderungen in der Mehrheitsbildung gewährleisten sollen. Ein solches Schutzinteresse ist zutreffend für den freien Kapitalmarkt zu verneinen.⁴⁰⁹ Die Gewährleistung eines geregelten Austritts nach einem Kontrollwechsel stellt jedoch einen praktikablen Ausgleich zwischen den Prinzipien des Marktes und ihrer freien Nutzung durch die Marktteilnehmer auf der einen und den Interessen sämtlicher Aktionäre auf der anderen Seite dar. Dementsprechend ist eine kapitalmarktrechtliche Rechtfertigung für die Einführung des Pflichtangebots⁴¹⁰ letztlich zwar nicht der Hauptzweck der Regelungen des 5. Abschnitts des WpÜG, aber jedenfalls ein wichtiger Nebeneffekt der konzernrechtlichen Regelungen. Denn ohne Zweifel fördert die Regelung des Pflichtangebots die Bereitschaft in- und ausländischer Investoren und Unternehmen, sich auch an solchen Gesellschaften zu beteiligen, die strukturell als Über-

⁴⁰⁷ So auch *Baums/Hecker*, in *Baums/Thoma*, Vor § 35 Rn. 90 f.

⁴⁰⁸ Im Ergebnis so auch: *Mühle*, S. 469. Zur entsprechenden Kritik vgl. *Hommelhoff/Witt*, in *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, Vor §§ 35 bis 39 Rn. 27 m.w.N.; *Letzel*, NZG 2001, S. 260 (261); *Altmeppen*, ZIP 2001, S. 1073 (1080 ff.).

⁴⁰⁹ Vgl. *Altmeppen*, ZIP 2001, S. 1073 (1082).

⁴¹⁰ So *Kleindiek*, ZGR 2002, S. 546 (560).

nahmekandidaten in Betracht kommen und die daher – ohne die Regelungen der §§ 35 ff. WpÜG – von potentiellen (institutionellen oder Klein-) Anlegern wegen der Gefahr des Kontrollwechsels und den damit einhergehenden Aussichten auf Zerschlagung der Gesellschaft eher gemieden würden.⁴¹¹

Nicht zutreffend sind die Einwände gegen die dogmatische Einordnung des Pflichtangebots, die im Ergebnis darauf abstellen, dass es sich hierbei um eine überflüssige Ergänzung des konzernrechtlichen Minderheitenschutzes handle. So wird unter Verweis auf die §§ 291 ff. und §§ 311 ff. AktG, die einen ausreichenden Schutz vor einem die Minderheitsaktionäre schädigenden Einfluss des Kontroll-Erwerbers auf die Organe der Gesellschaft böten, die Einführung der Regelungen zum Pflichtangebot in der Literatur teilweise abgelehnt.⁴¹² Hierbei bleibt jedoch unberücksichtigt, dass es bei dem Pflichtangebot eben nicht um eine Ergänzung des konzernrechtlichen Folgeschutzes der in der Gesellschaft verbleibenden Aktionäre geht, wie er in den §§ 291 ff. §§ 311 AktG nach einer Konzernierung geregelt ist, sondern um einen Konzerneingangsschutz⁴¹³ in dem oben beschriebenen Sinne, die auf einen Schutz vor den Nachteilen einer unabwendbaren, jedoch ungewünschten Konzernierung und der damit einhergehenden Veränderung der Grundlage der Mitgliedschaft der Anleger abzielt.⁴¹⁴

(2) Ökonomische Einordnung

Aus ökonomischer Sicht liegt es auf der Hand, dass ein verpflichtender Zukauf von bis zu 70% der Aktien einer Gesellschaft im Falle der Erlangung von 30% der Stimmrechte eine erhebliche Kostenbelastung für den Kontrollerwerber darstellt. Ebenso offensichtlich ist, dass dementsprechend das Bestehen der Angebotspflicht

⁴¹¹ Vgl. *Baums/Hecker*, in *Baums/Thoma*, Vor § 35 Rn. 92.

⁴¹² Z.B. *Pluskat*, WM 2001, S. 1937 (1941 f.); *Kallmeyer*, ZHR 161 (1997), S. 435 (436 ff., 445); *Heiser*, Interessenskonflikt in der Aktiengesellschaft und deren Lösung am Beispiel des Zwangsangebots: Das Spannungsfeld zwischen Unternehmer- und Kapitalmarktrecht, S. 344 ff.

⁴¹³ Welcher beispielsweise von *Grabbe/Fett*, NZG 2003, S. 755 (761) sogar noch als lückenhaft bezeichnet wird, da er sich dieser Konzerneingangsschutz ausschließlich auf bösennotierte Gesellschaften beschränkt.

⁴¹⁴ So auch *Baums/Hecker*, in *Baums/Thoma*, Vor § 35 Rn. 93.

einen gewichtigen Einfluss auf die Entscheidung eines Investors zum Kontrollwerb hat. Dies bleibt folglich nicht ohne Auswirkungen auf den Markt für Unternehmenskontrolle.

Die Frage, ob diese Auswirkungen hingenommen werden können, wird im Ergebnis ganz überwiegend positiv beantwortet. Dies wird damit begründet, dass die Angebotspflicht trotz der damit verbundenen Kosten für den Bieter das „gesamtwirtschaftlich kostengünstigste Instrument des präventiven Minderheitenschutzes“ ist.⁴¹⁵ Zwar ist davon auszugehen dass auch ökonomisch sinnvolle Kontrolltransaktionen durch einen Investor aufgrund der damit verbundenen Kosten im Einzelfall unterbleiben werden; zu einer gänzlichen Verhinderung von Unternehmensübernahmen wird es durch die Angebotspflicht jedoch nicht kommen. Im Gegenteil: ein positiver Effekt dieser Regelungen ist sicherlich darin zu sehen, dass gerade diejenigen Transaktionsvorhaben zur Ausführung kommen werden, die nicht auf eine bloße „Ausschlachtung“ der Zielgesellschaft ausgerichtet sind, sondern auf einem den Markt überzeugenden Konzept basieren und bei denen daher eine hohe Rendite zu erwarten ist, gegenüber der die mit dem Pflichtangebot verbundenen Kosten nicht übermäßig ins Gewicht fallen. Somit dient das Pflichtangebot in ökonomischer Hinsicht sowohl dem Minderheitenschutz, als auch dem Interesse des Marktes an einer besseren Allokation der Unternehmensressourcen; ein entscheidendes Hindernis für erwünschte Going Private Transaktionen ist darin nicht zu sehen.⁴¹⁶

Ferner darf bei einer ökonomischen Betrachtung des 5. Abschnittes des WpÜG nicht außer Acht gelassen werden, dass Pflichtangebote inzwischen zum internationalen und europäischen Standard gehören. Sie finden sich in vielen Rechtsord-

⁴¹⁵ Vgl. *Baums/Hecker*, in *Baums/Thoma*, Vor § 35 Rn. 102 m.w.N.

⁴¹⁶ Vgl. *Baums/Hecker*, in *Baums/Thoma*, Vor § 35 Rn. 102.

nungen (z.B. in England, der Schweiz und Österreich).⁴¹⁷ Daher dient die Regelung des Pflichtangebots auch der Steigerung der Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes im Vergleich zu anderen internationalen Kapitalmärkten. Schließlich hat nunmehr auch der EU-Richtlinienggeber in Art. 5 der europäischen Übernahmerrichtlinie 2004/25/EG ein zwingendes Pflichtangebot im Falle eines Kontrollwechsels vorgesehen.⁴¹⁸

c) Rechtliche Würdigung der Regelungen zum Pflichtangebot

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Regelungen zum Kontrollwechsel sowie zum Pflichtangebot in ihrer Gesamtheit trotz dem ihnen innewohnenden Eingriff in das marktwirtschaftliche System aus rechtlicher sowie ökonomischer Sicht gerechtfertigt sind.⁴¹⁹

Hierbei ist insbesondere die in § 29 Abs. 2 WpÜG enthaltene Kontrollschwelle des Haltens von mindestens 30% als das Pflichtangebot auslösende Schwelle vor dem Hintergrund der regelmäßigen tatsächlichen Hauptversammlungspräsenzen (60% der Stimmberechtigten) als sinnvolles Mittel des Minderheitenschutzes in Form eines funktionalen Konzerneingangsschutzes anzusehen.⁴²⁰ Grund hierfür ist, dass die mit einem Kontrollwechsel in der Regel einhergehende strategische Neuausrichtung der Gesellschaft und einer daraus resultierenden Änderung der „Geschäftsgrundlage“ der ursprünglichen Investitionsentscheidung der Minderheitsaktionäre auf der einen und die regelmäßig zu erwartende Kursveränderung der Aktie

⁴¹⁷ Vgl. *Fleischer/Kalls*, S. 133; *Baums/Hecker*, in *Baums/Thoma*, Vor § 35 Rn. 99 f.; sofern vereinzelt darauf verwiesen wird, dass der größte Aktienmarkt der Welt ohne eine Pflichtangebotsregelung auskomme, so weisen *Baums/Hecker* zutreffend darauf hin, dass mangels entsprechender Gesetzgebungskompetenz im Gesellschaftsrecht zwar auf Bundesebene eine solche Regelung nicht besteht, aber sehr wohl in verschiedenen Einzelstaaten und insbesondere auch in Delaware, wo die überwiegende Zahl der US-amerikanischen Gesellschaften inkorporiert sind.

⁴¹⁸ Vgl. *Liekefett*, RIW 2004, S. 824 (830 ff.) mit ablehnender Stellungnahme.

⁴¹⁹ Im Ergebnis auch *Mühle*, S. 469. Zur entsprechenden Kritik vgl. *Hommelhoff/Witt*, in *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, Vor §§ 35 bis 39 Rn. 27 m.w.N.; *Letzel*, NZG 2001, S. 260 (261); *Altmeppen*, ZIP 2001, S. 1073 (1080 ff.).

⁴²⁰ So auch *Fleischer/Kalls*, S. 111 f.

nach einem solchen Kontrollwechsel auf der anderen Seite gemeinsam die Rechtfertigung dieser Regelungen bilden.⁴²¹

Für den Bieter stellt zwar ein verpflichtender Zukauf von bis zu 70% der Aktien einer Gesellschaft im Falle des Kontrollwechsels eine erhebliche Kostenbelastung dar. Vor dem Hintergrund, dass eine rechtliche Absicherung der Minderheitsaktionäre zum Schutz ihrer Vermögensposition im Hinblick auf ihre schwache Verhandlungsposition nicht verzichtet werden kann,⁴²² ist diese Kostenbelastung jedoch hinzunehmen.

3. Minderheitenschutz durch die Preisregelung?

These 9 c:

Die gesetzlichen Regelungen zur Mindesthöhe der Gegenleistung im Rahmen eines Übernahmeangebots tragen dem Interesse des Minderheitsaktionärs an einer angemessenen Abfindung für die von ihm gehaltenen, zur Übernahme stehenden Aktien ausreichend Rechnung. Dadurch entstehende finanzielle Nachteile für den Bieter sind hinzunehmen und liegen im Ergebnis sogar in dessen Interesse.

Für die Entscheidung des Aktionärs über die Annahme des Angebots sind Art und Höhe der vom Bieter gebotenen Gegenleistung von besonderer Bedeutung. Wie oben gezeigt, ist ein angemessener Preis unerlässliche Voraussetzung für eine weitgehend freie Meinungsbildung der Aktionäre einer Zielgesellschaft über die Frage, ob sie nach dem Kontrollwechsel in der Gesellschaft verbleiben oder aussteigen wollen. Art und Höhe der Gegenleistung ist damit ein unverzichtbares Element des Minderheitenschutzes.⁴²³

Während der Bieter bei einfachen Erwerbsangeboten in der Bestimmung der Gegenleistung frei ist, soweit er die Aktionäre gleicher Gattung gleich behandelt (§ 3

⁴²¹ So auch *Baums/Hecker*, in *Baums/Thoma*, Vor § 35 Rn. 90 f., 102

⁴²² So auch *Mühle*, S. 465.

Abs. 1 WpÜG), sieht das Gesetz für freiwillige Übernahme- und Pflichtangebote in § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3-7 WpÜG Angebots-VO ausdrückliche Regelungen für die Bestimmung von Art und Höhe der Gegenleistung vor.

a) Die gesetzliche Preisregelung

(1) Art der Gegenleistung

Nach § 31 Abs. 2 WpÜG hat der Bieter grundsätzlich die Wahl, ob er die Wertpapiere der Zielgesellschaft gegen Barzahlung („Kaufangebote“)⁴²⁴ und/oder gegen Aktien („Tauschangebote“)⁴²⁵ erwerben möchte.⁴²⁶ Hierbei stehen dem Bieter die folgenden Varianten zur Auswahl: (1) ein reines Kaufangebot, bei dem die Gegenleistung ausschließlich aus einem Geldbetrag besteht; (2) ein reines Tauschangebot, bei dem die Gegenleistung ausschließlich aus Aktien besteht; (3) ein gemischtes Kauf-/Tauschangebot, bei dem die Gegenleistung zum Teil aus einer Barzahlung und zum Teil aus Aktien besteht; sowie (4) ein alternatives Kauf-/Tauschangebot, bei dem der Aktionär die Wahl zwischen einer Barzahlung oder Aktien als Gegenleistung hat.

Dieses Wahlrecht des Bieters erlischt jedoch dann, wenn der Bieter innerhalb der letzten sechs Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen Übernahmeangebots bzw. vor Veröffentlichung des Kontrollerwerbs mindestens 5% der Aktien oder Stimmrechte an der Zielgesellschaft gegen Barzahlung erworben hat (§ 31 Abs. 3 WpÜG n.F.). In diesen Fällen ist der Bieter aus Gründen der Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft verpflichtet, diesen zumindest auch eine Gegenleistung in Bar anzubieten.

⁴²³ Siehe oben Teil 3.B.III.2.b.(1); *Fleischer/Kalls*, S. 115.

⁴²⁴ Der im Rahmen eines solchen Kaufangebots angebotene Geldbetrag ist in der Währung Euro anzubieten.

⁴²⁵ Hierzu kritisch *Diregger/Winner*, WM 2002, S. 1358 ff.

⁴²⁶ Befürwortend: *Mühle*, S. 469.

Entscheidet sich der Bieter neben oder an Stelle eines Barangebots, Aktien seiner eigenen oder einer dritten Gesellschaft im Tausch gegen Aktien der Zielgesellschaft anzubieten, so müssen die zum Tausch angebotenen Wertpapiere bestimmte Kriterien erfüllen. Insbesondere muss es sich bei den Wertpapieren um liquide Aktien handeln, die zum Handel an einem organisierten Markt innerhalb des europäischen Wirtschaftsraums zugelassen sind (§ 31 Abs. 2 S. 1 WpÜG). Wann eine Aktie „liquide“ ist, wird überwiegend aus einem Umkehrschluss zu der in § 5 Abs. 4 WpÜG Angebots-VO enthaltenen Definition der Illiquidität einer Aktie abgeleitet.⁴²⁷ Danach sind Aktien illiquide, sofern für diese während der letzten drei Monate an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen. Demgegenüber werden auch zuvor noch nicht gehandelte Aktien als liquide angesehen, sofern diese nach dem Umtausch die vorgenannten Liquiditätsvoraussetzungen erfüllen. Hier ist anhand einer Zukunftsprognose zu ermitteln, ob zu erwarten ist, dass es für die angebotenen Aktien einen Markt geben wird, der die genannten Kriterien zur Liquidität erfüllen wird.⁴²⁸

§ 31 Abs. 2 S. 2 WpÜG verlangt darüber hinaus, dass die zum Tausch angebotenen Aktien stimmberechtigt sind, sofern sie Inhabern von stimmberechtigten Aktien an der Zielgesellschaft angeboten werden. Diese Kriterien sind allerdings nicht zu erfüllen, sofern der Bieter die Wertpapiere als Gegenleistung nur als Alternative zu einem Barangebot anbietet.⁴²⁹ In diesem Fall stellt das Tauschangebot lediglich eine freiwillige Alternative des Bieters dar; die Aktionäre können sich frei entscheiden, ob sie Eigentümer der zum Tausch angebotenen Aktien werden möchten, oder ob sie Bargeld als Gegenleistung für ihre Aktien präferieren.

Zu beachten ist an dieser Stelle jedoch, dass ein Finanzinvestor in der Regel an einem gänzlichen Ausscheiden der Minderheitsaktionäre aus dem Unternehmen interessiert ist. Für ihn bietet sich daher in jedem Fall ein Barangebot an, da ein

⁴²⁷ Thoma, NZG 2002, S. 105 (108).

⁴²⁸ Kremer/Osterhaus, in Hirte/v. Bülow, § 31 Rn. 27.

⁴²⁹ Kremer/Osterhaus, in Hirte/v. Bülow, § 31 Rn. 33.

Tauschangebot im Ergebnis dazu führt, dass die Minderheitsaktionäre entweder Zugang zu der Bietergesellschaft selbst oder zu dem Akquisitionsvehikel, durch das der Investor seine Transaktion initiiert, erhalten.⁴³⁰

(2) Höhe der Gegenleistung

Nach § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG hat der Bieter den Aktionären der Zielgesellschaft eine der Höhe nach angemessene Gegenleistung anzubieten.⁴³¹ Sind die Aktien der Zielgesellschaft zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen, so hat die Gegenleistung mindestens dem nach dem Umsatz gewichteten Durchschnittsbörsenkurs⁴³² der Aktien innerhalb der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG bzw. § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG zu entsprechen (§ 5 Abs. 1 WpÜG Angebots-VO).⁴³³

Sind die Aktien der Zielgesellschaft illiquide, so hat sich die Gegenleistung nicht an dem durchschnittlichen Börsenkurs zu orientieren, sondern muss dem „anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Unternehmenswert der Zielgesellschaft“ entsprechen (§ 5 Abs. 4 WpÜG Angebots-VO). Eine derartige Unternehmensbewertung führt in der praktischen Umsetzung häufig zu Schwierigkeiten: Da zur Durchführung einer Unternehmensbewertung nach dem DCF- oder Ertragswert-Verfahren insbesondere die mittel- und langfristigen Unternehmensplanungen benötigt werden, ist eine solche Bewertung nur im Einvernehmen mit dem Management der Zielgesellschaft möglich. Dies mag im Falle einer freundlichen Übernahme, die mit der Verwaltung der Zielgesellschaft abgestimmt ist, in den Grenzen der dem Vorstand obliegenden Verschwiegenheitspflicht nach § 93 Abs. 1 S. 2

⁴³⁰ Siemes, S. 180.

⁴³¹ Hierbei hat, wie insbesondere das Übernahmeangebot von *Procter&Gamble* an die Aktionäre der *Wella AG* gezeigt hat, die Festlegung einer Mindesthöhe für die angebotene Gegenleistung für jede Aktiengattung separat zu erfolgen.

⁴³² Dieser Durchschnittskurs wird ausschließlich von der BaFin ermittelt und von dieser auf ihrer Homepage www.bafin.de veröffentlicht. Eine eigenständige unabhängige Ermittlung des Kurses durch den Bieter führt in der Regel zu einer Beanstandung der Angebotsunterlage.

⁴³³ Zustimmend: *Mühle*, S. 470. Im Falle einer ausländischen Notierung der Aktien der Zielgesellschaft gilt Vergleichbares, jedoch findet in diesem Falle keine Gewichtung der Börsenkurse nach dem Umsatz statt (§ 6 Abs. 1 WpÜG Angebots-VO).

AktG noch realisierbar sein. Handelt es sich jedoch um eine feindliche Übernahme, bei der das Management der Zielgesellschaft entweder keine Kenntnis von der geplanten Übernahme hat oder eine Übernahme durch den Bieter nicht befürwortet, so ist eine aussagekräftige Unternehmensbewertung nach dem DCF- oder Ertragswert-Verfahren zumeist nicht durchführbar. In einem solchen Fall wird dem Bieter allein die Möglichkeit einer Bewertung aufgrund externer Daten, die um Sondereffekte bereinigt und aus denen Planzahlen abgeleitet sind, verbleiben.⁴³⁴

Neben der Orientierung der Gegenleistung an dem Drei-Monats-Durchschnittskurs der Aktie der Zielgesellschaft sind für die Ermittlung der Angemessenheit der Gegenleistung sämtliche Vor-, Parallel- und Nacherwerbe des Bieters, einer mit ihm gemeinsam handelnden Person oder deren Tochterunternehmen zu berücksichtigen.⁴³⁵ Seit Inkrafttreten des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes muss die Gegenleistung mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter gewährten oder vereinbarten Gegenleistung für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft innerhalb der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlage entsprechen (§ 4 WpÜG Angebots-VO n.F.). Ferner erhöht sich die in dem Angebot gebotene Gegenleistung entsprechend, sofern der Bieter während der laufenden Annahmefrist Aktien der Zielgesellschaft zu einer höheren als in dem Angebot gebotenen Gegenleistung erwirbt (§ 31 Abs. 4 WpÜG). Letztlich begründen auch außerbörsliche Erwerbe innerhalb eines Jahres nach Bekanntgabe des Übernahmeergebnisses nach Ablauf der regulären Annahmefrist (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG), in deren Rahmen der Bieter, eine mit ihm gemeinsam handelnde Person oder deren Tochterunternehmen eine höhere als in dem Angebot genannte Gegenleistung gewährt oder vereinbart, einen Nachzahlungsanspruch der Aktionäre, die das Angebot des Bieters angenommen haben, in Höhe des Differenzbetrages (§ 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG).⁴³⁶ Dies gilt jedoch dann nicht, wenn der Erwerb im Zusammenhang

⁴³⁴ Thoma, NZG 2002, S. 105 (108).

⁴³⁵ Vgl. hierzu Habersack, ZIP 2003, S. 1123 (1124).

⁴³⁶ So genannte „relevante Vor-, Parallel- bzw. Nacherwerbe“.

mit einer gesetzlichen Verpflichtung zur Gewährung einer Abfindung erfolgt (§ 31 Abs. 5 S. 2 WpÜG).⁴³⁷

(3) Nachbesserung der Gegenleistung

Neben diesen Regelungen zur Mindesthöhe der von Beginn des Übernahmeverfahrens an zu bietenden Gegenleistung erfährt der Schutz der Minderheitsaktionäre eine weitere Stärkung durch die Regelungen des § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG. Danach erhöht sich die Gegenleistung,⁴³⁸ wenn von Bieterseite parallel zum laufenden Angebotsverfahren oder innerhalb eines bestimmten Nacherwerbszeitraums Aktien der Zielgesellschaft zu einer höheren Gegenleistung, als sie im Angebot gewährt wurde, erworben werden. Die Regelungen werden durch § 31 Abs. 6 WpÜG flankiert, der auch entsprechende Vereinbarungen unter die Nachbesserungspflicht fallen lässt und der entsprechende Umgehungen dieser Pflichten verhindern soll.

(a) Nachbesserung bei Parallelerwerb

Nach § 31 Abs. 4 WpÜG erhöht sich die den Angebotsempfängern geschuldete Gegenleistung, wenn von Seiten des Bieters in dem Zeitraum nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage und vor Veröffentlichung des Angebotsergebnisses (§ 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpÜG) Aktien der Zielgesellschaft zu einer wertmäßig höheren Gegenleistung erworben werden, als sie im Angebot gewährt wird. Die Regelung ist Ausfluss des in § 3 Abs. 1 WpÜG verankerten allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes und gibt Minderheitsaktionären damit die Gewähr, dass kein Teil der Aktionäre bevorzugt behandelt wird,⁴³⁹ was einer freien Entscheidung über die Konsequenzen einer Kontrollübernahme entgegenkommt.

Maßgeblich sind Erwerbe des Bieters, der mit ihm gemeinsam handelnden Personen (§ 2 Abs. 5 WpÜG) oder deren Tochterunternehmen (§ 2 Abs. 6 WpÜG). Da-

⁴³⁷ Z.B. bei Abschluss eines Unternehmensvertrages, im Zusammenhang mit umwandlungsrechtlichen Vorgängen oder im Rahmen eines Squeeze-Out.

⁴³⁸ D.h., es steht den Aktionären, die das Angebot angenommen haben, ein weitergehender Zahlungsanspruch zu.

bei ist der Eintritt der Rechtsfolge des § 31 Abs. 4 WpÜG im Gegensatz zum Vor- und Parallelerwerb nach § 31 Abs. 3 WpÜG nicht abhängig von der Überschreitung einer Bagatellgrenze. Es genügt bereits der Erwerb einer einzigen Aktie,⁴⁴⁰ auch über die Börse.⁴⁴¹ Dies wird vereinzelt als problematisch angesehen, weil dem Bieter auch der Erwerb anderer Personen unabhängig von seiner Kenntnis zugerechnet wird, was für ihn zu einem nicht kalkulierbaren Kostenfaktor werden kann.⁴⁴² Dies wird jedoch letztlich – zutreffend – als „vertretbar“ angesehen;⁴⁴³ der Bieter wird es in der Hand haben, auch bei der Beteiligung gemeinsam Handelnder Personen und/oder deren Tochterunternehmen einen Zukauf zu einer höheren Gegenleistung, als sie im Angebot gewährt wird, zu verhindern. Zur Verhinderung von Umgehungen des § 31 Abs. 4 WpÜG sind nach § 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG Vereinbarungen, aufgrund deren die Übertragung von Aktien verlangt werden kann, dem Erwerb gleichgestellt.⁴⁴⁴ Nicht berücksichtigt werden jedoch Erwerbe in Folge der Ausübung von gesetzlichen Bezugsrechten aufgrund der Erhöhung des Grundkapitals der Zielgesellschaft (§ 31 Abs. 6 S. 1 WpÜG).

Rechtsfolge des § 31 Abs. 4 WpÜG ist die Erhöhung der im Angebot gewährte Gegenleistung um den Differenzbetrag gegenüber dem höheren Parallelerwerb erhöht. Die Erhöhung tritt kraft Gesetzes ein und wird automatisch Bestandteil des mit der Annahme des Angebots durch den Aktionär der Zielgesellschaft abgeschlossenen Kaufvertrages.⁴⁴⁵ Nach dem Wortlaut des § 23 Abs. 2 WpÜG ist der Bieter jedoch nicht verpflichtet, den zu einer höheren Gegenleistung führenden Parallelerwerb zu veröffentlichen; diese Regelung legt dem Bieter eine Veröffent-

⁴³⁹ Vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 56.

⁴⁴⁰ Vgl. *Marsch-Barner*, in Baums/Thoma, § 31 Rn. 91.

⁴⁴¹ So zuletzt im Rahmen der Übernahme der *Schering AG* durch die *Bayer AG*: hier hat *Bayer* am letzten Tag der – verlängerten – Annahmefrist Aktien an *Schering* zu einem über dem Übernahmepreis liegenden Wert über die Börse erworben; dieser Erwerbspreis war sodann entsprechend allen Aktionären, die das Übernahmeangebot angenommen hatten, anzubieten.

⁴⁴² Vgl. *Marsch-Barner*, in Baums/Thoma, § 31 Rn. 91; *Kremer/Osterhaus*, in Hirte/v. Bülow, § 31 Rn. 61.

⁴⁴³ Vgl. Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des DAV e.V. vom April 2001, abgedruckt in NZG 2001, S. 420 (428).

⁴⁴⁴ Vgl. *Marsch-Barner*, in Baums/Thoma, § 31 Rn. 94, 24.

⁴⁴⁵ Vgl. *Haarmann*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 31 Rn. 138.

lichungspflicht lediglich im Falle eines Nacherwerbs auf. Entsprechend wird in der Literatur eine Pflicht zur Offenlegung einer sich aus dem Parallelerwerb ergebenden Erhöhung der Gegenleistung überwiegend verneint.⁴⁴⁶ Dies schränkt jedoch die Erkennbarkeit einer eventuellen Erhöhung für die betroffenen Minderheitsaktionäre ein, was zur Folge hat, dass gegebenenfalls auch diejenigen Aktionäre, die bereit wären, ihre Aktien zu dem – nunmehr erhöhten – Angebotspreis zu veräußern, hiervon keine Kenntnis haben und daher von der Annahme des Angebots absehen. Ist der Bieter daher an einer möglichst hohen Annahmquote interessiert – wovon insbesondere dann, wenn er Parallelerwerbe tätigt, auszugehen sein wird – so wird er eine entsprechende Veröffentlichung schon allein im eigenen Interesse freiwillig tätigen. Dennoch wäre an dieser Stelle eine gesetzgeberische Klarstellung wünschenswert.⁴⁴⁷

(b) Nachbesserung bei Nacherwerb

Wie § 31 Abs. 4 WpÜG ist auch der § 31 Abs. 5 WpÜG darauf ausgerichtet, eine Aushebelung des Grundsatzes der Gleichbehandlung aller Gesellschafter durch Verlegung eines Teils der Anteilskäufe auf die Zeit nach Abschluss des Übernahmeverfahrens zu vermeiden.⁴⁴⁸ Maßgeblicher Zeitraum für die Relevanz der von dieser Regelung erfassten nachträglichen Erwerbsvorgänge⁴⁴⁹ ist nach § 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG die Frist von einem Jahr nach Ablauf der Annahmefrist. Voraussetzung ist auch hier die Gewährung oder Vereinbarung einer wertmäßig höheren Gegenleistung, als sie den Aktionären im Rahmen des Übernahmeverfahrens angeboten wurde. Ein solcher Nacherwerb führt nach § 31 Abs. 5 S. 1 WpÜG dazu, dass die Aktionäre, die das Angebot während der Annahmefrist angenommen haben, einen weiteren, neben den Anspruch auf die Gegenleistung tretenden An-

⁴⁴⁶ Vgl. *Marsch-Barner*, in Baums/Thoma, § 31 Rn. 100; *Möllers*, in Hirte/v. Bülow, § 23 Rn. 94; *Schröder*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 23 Rn. 40; *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 23 Rn. 12; a.A. *Steinmeyer/Häger*, in Steinmeyer/Häger, § 31 Rn. 77.

⁴⁴⁷ So auch *Marsch-Barner*, in Baums/Thoma, § 31 Rn. 100.

⁴⁴⁸ Vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 56; *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 31 Rn. 40.

⁴⁴⁹ Dabei wird auf die Erwerbe des Bieters selbst, diejenigen der mit ihm handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen abgestellt.

spruch auf Zahlung des Differenzbetrages zwischen dem Übernahmepreis und der im Rahmen des nachträglichen Erwerbs gewährten Gegenleistung erlangen.⁴⁵⁰

Ausgenommen von der Nachbesserungspflicht nach § 31 Abs. 5 WpÜG sind Aktienenerwerbe, die im Zusammenhang mit Strukturveränderungen der Zielgesellschaft stehen, die den Erwerb von Aktien gesetzlich vorschreiben (§ 31 Abs. 5 S. 2 WpÜG). Namentlich kommt dies für Abfindungen bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen nach § 305 AktG, bei Eingliederungen nach § 320b AktG, bei einem Squeeze-out nach § 327a AktG sowie in Fällen der Anteilsgewährung oder Barabfindung bei Verschmelzungen (§§ 2 ff. UmwG) und Spaltungen (§ 123 UmwG) und der Barabfindung bei einem Formwechsel in Betracht.⁴⁵¹

b) Ökonomische Einordnung der Preisregelung

Da die Regelungen über die Höhe der Gegenleistung sowohl einen Eingriff in die allgemeine Handlungsfreiheit des Bieters nach Art. 2 Abs. 1 GG sowie in die Niederlassungs- und die Kapitalverkehrsfreiheit nach Art. 43 ff., 56 ff. EGV darstellen und gleichzeitig zu einer Marktergebniskontrolle führen, bedürfen sie einer Rechtfertigung. Diese Rechtfertigung wird aus „Strukturdefiziten des Kapitalmarkts“ hergeleitet, wobei die Einzelheiten der Herleitung umstritten sind.⁴⁵²

Nach der sog. „Corporate Asset-Theorie“ zeigt sich in dem Paketzuschlag, den der Bieter dem bisherigen Hauptaktionär beim Erwerb für dessen Aktienpaket gewährt, der Wert, den der Bieter der Tatsache beimisst, dass er als zukünftiger Kontrollinhaber Zugriff auf die Anteile des Jahresüberschusses hat, die im Gesellschaftsvermögen verbleiben und nicht an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Schließlich sind diese Beträge dem Zugriff der Kleinanleger entzogen, da diese nicht über die Kontrolle des Managements verfügen. Der darin liegende Wert solle aber allen Aktionären gleichermaßen zukommen. Daher stehe auch dem Minder-

⁴⁵⁰ Dieser Anspruch ist auf eine Zahlung in Euro gerichtet und führt, im Gegensatz zu der Regelung des § 31 Abs. 4 WpÜG bei Parallelerwerben, nicht zu einer gesetzlichen Erhöhung der Gegenleistung; vgl. *Marsch-Barner*, in Baums/Thoma, § 31 Rn. 109.

⁴⁵¹ Vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 56.

heitsaktionär ein Anspruch auf Teilhabe an dem an den veräußernden Hauptaktionär gezahlten Paketaufschlag zu.⁴⁵³

Ein wettbewerbstheoretischer Ansatz sieht die Gefahr eines Anreizes zu wettbewerbsfremden Konzentrationen gegeben, wenn nicht eine Regulierung der Gegenleistung den Preis für eine Übernahme der Kontrolle festlegt.⁴⁵⁴ Denn ohne eine solche Regulierung könne der Bieter die Tatsache ausnutzen, dass er nicht einem einzelnen Verkäufer eines Unternehmens gegenübersteht, sondern einer Vielzahl von Anlegern, denen eine Abstimmung des Verkaufsverhaltens, wie gezeigt, nicht möglich ist.⁴⁵⁵ Hierdurch bestehe die Möglichkeit zu einer erheblichen Reduzierung des Preises des Kontrollerwerbs, so dass im Ergebnis nicht die Unterbewertung der Zielgesellschaft den Anreiz für den Kontrollerwerb biete, sondern der geringe Kostenaufwand hierfür. Dies führe zu einer Beeinträchtigung der Allokationseffizienz des Marktes, die nicht erwünscht ist. Ebenfalls wettbewerbstheoretisch argumentiert eine weitere Ansicht, wonach ein wettbewerbsfremder Konzentrationsanreiz nur dann vermieden werden könne, wenn sich der Preis für eine Kontrollübernahme an der Höhe der Abfindung der Gesellschafter einer Zielgesellschaft in den Fällen der §§ 305, 320b AktG orientiere.⁴⁵⁶ Da sich dieser stets an dem Wert der Aktie orientiert, müsse auch im Falle der Kontrollübernahme durch ein öffentliches Angebot dem Aktionär der Zielgesellschaft der objektive Gegenwert für seine Anteile geboten werden.

Schließlich wird die Rechtfertigung für die Preisregelung in der individuellen Schädigungsgefahr der Aktionäre der Zielgesellschaft gesehen, die durch das öffentliche Übernahmeangebot dadurch unter Druck gerieten, dass ihre Aktien zu-

⁴⁵² Vgl. hierzu ausführlich: *Oechsler*, in Ehricke/Ekkenga/Oechsler, § 31 Rn. 1.

⁴⁵³ Vgl. hierzu *Herkenroth*, Konzernierungsprozesse im Schnittfeld von Konzernrecht und Übernahmerecht, S. 124 ff.

⁴⁵⁴ Vgl. *Baums*, in von Rosen/Seifert, Die Übernahme börsennotierter Gesellschaften, S. 174.

⁴⁵⁵ Prisoner's dilemma, siehe oben Teil 3.B.III.1.b.

⁴⁵⁶ So z.B. *Kuhr*, Der Minderheitenschutz bei Übernahmeangeboten in Deutschland und Frankreich unter dem Einfluss der 13. EG-Richtlinie, S. 200 f.; *Hommelhoff/Kleindiek*, AG 1990, S. 106 (108).

nehmend unverkäuflich würden. Durch § 31 WpÜG solle ein solcher Entscheidungsdruck verhindert werden.⁴⁵⁷

c) Rechtliche Würdigung der Preisregelung

Die dargestellten Erklärungsansätze für die Rechtfertigung der Preisregelung des § 31 WpÜG zeigen, dass Gegenleistungen, die sowohl dem objektiven Wert der Anteile als solchen als auch dem zusätzlichen Wert der Vermittlung der Kontrolle entsprechen sollen, ohne gesetzliche Preisvorgaben nicht erzielt werden können. Daher liegt die Preisregelung in ökonomischer Hinsicht sowohl im Interesse des einzelnen Aktionärs, als auch im Interesse eines unverzerrten Wettbewerbs auf dem Markt der Unternehmenskontrolle und der Allokationseffizienz. Die damit notwendig einhergehende Erhöhung der Kosten von Kontrollübernahmen ist damit zwingende Voraussetzung für die Erzielung angemessener Gegenleistungen und einen unverzerrten Wettbewerb.

Zwar führen die gesetzlichen Preisregelungen dann, wenn der Finanzinvestor dem bisherigen Hauptaktionär im Rahmen des mit diesem abgeschlossenen Paketkaufvertrages auf den Kaufpreis für die zu erwerbenden Aktien einen Zuschlag für die Vermittlung der Kontrolle über die Zielgesellschaft gewährt hat, auch zu einer Erhöhung der Kosten von Kontrollübernahmen, da dieser Zuschlag auch den Minderheitsaktionären zu gewähren ist. Dieser Nachteil für Finanzinvestoren ist jedoch im Interesse eines ausgewogenen Minderheitsschutzes hinzunehmen.⁴⁵⁸ Schließlich führen die detaillierten Preisregelungen im Ergebnis zu dem aus Sicht der Finanzinvestoren positiven Resultat, dass die im Rahmen einer Übernahme für den Finanzinvestor entstehenden Kosten bereits im Vorfeld detailliert planbar sind. Im Rahmen des Übernahmeangebots entsteht damit für den Finanzinvestor keine finanzielle Unsicherheit, die aus langwierigen Bewertungsdiskussionen und Spruchstellerverfahren nach Abschluss des Übernahmeangebots resultieren. Da,

⁴⁵⁷ So z.B. *Houben*, WM 2000, S. 1873 (1874).

⁴⁵⁸ Vgl. dazu auch *Weiss*, Ausschluss von Minderheitsaktionären, S. 223 ff. Ähnlich *Mühle*, S. 461 f., die allerdings nur für eine eingeschränkte Beteiligung der Kleinaktionäre an Paketzuschlägen eintritt.

wie bereits dargestellt, feststehende Regelungen gerade auch hinsichtlich der Kosten einer Going Private Transaktion diese für potenzielle Käufer attraktiver machen und den Markt für Unternehmenskontrolle beleben, liegt die Existenz entsprechend feststehender Preisregelungen damit auch im Interesse der Finanzinvestoren.

Auch die Tatsache, dass das BVerfG einen verfassungsrechtlich geschützten Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Teilhabe an Paketaufschlag bzw. Kontrollprämie verneint hat,⁴⁵⁹ steht den vorstehenden Erwägungen nicht entgegen; ungeachtet der Frage, ob ein solcher Anspruch verfassungsrechtlich verbrieft ist, stehen den in § 31 WpÜG getroffenen Regelungen, wonach auch den Minderheitsaktionären im Falle des öffentlichen Angebots ein Anteil an dem Wert der Unternehmenskontrolle zufließen soll, jedenfalls keine verfassungsrechtliche Bedenken gegenüber.⁴⁶⁰

4. Minderheitenschutz aufgrund der Regelungen zu Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote

These 9 d:

Das Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG dient sowohl dem Interesse des Finanzinvestors als auch dem Interesse des Minderheitsaktionärs.

Zu untersuchen ist ferner, ob die Regelungen des WpÜG zur Abwehr feindlicher Übernahmeangebote den Erfordernissen eines ausgewogenen Minderheitenschutzes gerecht werden. „Feindlich“ ist eine Übernahme dann, wenn sich das Management der Zielgesellschaft gegen die Transaktion und das Übernahmeangebot des Investors ausspricht und möglicherweise sogar durch Implementierung von Abwehrmaßnahmen versucht, die Übernahme zu verhindern. Untersuchungen zeigen jedoch, dass der Einsatz von Verteidigungsmaßnahmen durch das Management den Erfolg von Übernahmen nur selten grundsätzlich gefährden kann. Vielmehr ist

⁴⁵⁹ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436 ff. – DAT/Altana.

zu beobachten, dass sich in einem solchen Fall lediglich die Konditionen der Übernahme – mithin die Höhe der Gegenleistung – zugunsten der Aktionäre und zu Lasten des Investors verbessern.⁴⁶¹

Als erste feindliche Übernahme in Deutschland war im Jahre 2000 die Übernahmeschlacht um die *Mannesmann AG* durch *Vodafone Airtouch plc.* zu beobachten.⁴⁶² Danach folgten jahrelang ausschließlich freundliche Übernahmen. Lediglich jüngst kam es zwischen der *Merck KGaA* und der *Bayer AG* zu einer Art Bieterwettstreit um die Übernahme der *Schering AG*. Grund für die im Gegensatz zu den USA geringe Verbreitung derartiger feindlicher Übernahmeveruche ist die Tatsache, dass das Instrument der feindlichen Übernahme nur dann angewandt werden kann, wenn zumindest die Mehrheit des Aktienpakets oder besser noch das gesamte Aktienpaket des Zielunternehmens an der Börse gehandelt wird.⁴⁶³ Aufgrund der Eigentumsstruktur deutscher börsennotierter Gesellschaften, die sich überwiegend in der Hand von Großaktionären befinden,⁴⁶⁴ ist in Deutschland eine solche Verfügbarkeit allerdings kaum gegeben.⁴⁶⁵

Insbesondere jedoch vor dem Hintergrund des Übernahmekampfes um die *Mannesmann AG* hat der Gesetzgeber bei Erlass des WpÜG in § 33 WpÜG den Themenkomplex feindlicher Übernahmen und hiergegen gerichteter Abwehrmaßnahmen aufgegriffen, indem er Vorgaben für das Verhalten des Vorstands der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten gemacht hat. Der Zweck dieser Regelung besteht nach der Begründung zum Regierungsentwurf

⁴⁶⁰ So wohl auch *Oechsler*, in Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, § 31 Rn. 2.

⁴⁶¹ *Berkovitch/Khanna*, Journal of Finance 1990, S. 137 ff.

⁴⁶² Damals noch zu Zeiten des Übernahmekodexes, d.h. vor Inkrafttreten des WpÜG.

⁴⁶³ Je größer der Streubesitz einer Gesellschaft, umso größer ist die Gefahr einer feindlichen Übernahme. Hierbei gilt ein Aktionär dann als Streubesitzaktionär, wenn seine Beteiligung an der Gesellschaft unter 5% liegt, vgl. die Festlegung durch die Deutsche Börse AG im Zusammenhang mit der Neugewichtung der DAX-Indizes.

⁴⁶⁴ Siehe oben Teil 3.A II.

⁴⁶⁵ Andererseits wird in der Literatur darauf verwiesen, dass Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmeangebote in großem Umfang Gegenstand anwaltlicher Beratung sind und auch im Schrifttum ausgedehnt diskutiert werden, woraus geschlossen wird, dass es nur eine Frage der Zeit sei, bis es zu einer Ausnutzung der Möglichkeiten in größerem Stil komme; vgl. *Hirte*, in Hirte/v. Bülow, § 33 Rn. 22.

darin, den Vorstand der Zielgesellschaft daran zu hindern, die eigenständige Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft über die Annahme eines Übernahmeangebots einzuschränken; hierzu werden die Möglichkeiten zur Ergreifung von Abwehrmaßnahmen des Vorstandes eingeschränkt.⁴⁶⁶ Geschützt werden damit die Aktionäre in ihrer Rolle als Kapitalmarktteilnehmer, nicht jedoch als Inhaber mitgliedschaftlicher Rechte an der Zielgesellschaft.⁴⁶⁷

a) Neutralitätspflicht

Nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG darf der Vorstand der Zielgesellschaft von der Ankündigung des Übernahme- oder Pflichtangebots bis zur Veröffentlichung des Übernahmeergebnisses keine Handlungen vornehmen, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Unzulässig sind bereits Handlungen, die objektiv geeignet sind, ein Angebot zu verhindern, wobei unerheblich ist, ob die Maßnahme das Angebot tatsächlich verhindert hat oder von einer Vereitelungsabsicht getragen ist.⁴⁶⁸

Die in § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG aufgestellte Verhaltenspflicht des Vorstandes wird im Schrifttum je nach dogmatischer Einordnung als Neutralitätspflicht, Stillhaltegebot, Behinderungs- oder Vereitelungsverbot bezeichnet.⁴⁶⁹ In der Begriffsvielfalt wie auch in dem Umfang der geführten Diskussion über die Regelung der Verhaltenspflichten des Vorstandes spiegelt sich die Bedeutung wider, die der Frage beigemessen wird, wie sich der Vorstand der Zielgesellschaft im Falle einer drohenden Übernahme zu verhalten hat. Diese Diskussion ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass das englische und das US-amerikanische Recht diesbezüglich völlig entgegengesetzte Ansätze aufweist. Während der City Code ein strenges Vereitelungsverbot aufstellt, steht der Geschäftsführung nach dem Recht der Mitgliedstaaten der Vereinigten Staaten ein breiter Ermessensspielraum für Abwehrmaßnah-

⁴⁶⁶ BT-Drucks. 14/7034, S. 31.

⁴⁶⁷ Vgl. *Hirte*, in *Hirte/v. Bülow*, § 33 Rn. 3; *Röh*, in *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, § 33 Rn. 8; *Ekkenga*, in *Ehricke/Ekkenga/Oechsler*, § 33 Rn. 3, 11.

⁴⁶⁸ BT-Drucks. 14/7034, S. 57.

⁴⁶⁹ Vgl. die Übersicht *Fleischer/Kalls*, S. 120.

men zu.⁴⁷⁰ Da auch auf europäischer Ebene bereits seit über 25 Jahren die Einführung einer Neutralitätspflicht im Rahmen einer europäischen Übernahmerichtlinie 2004/25/EG kontrovers diskutiert wurde, hat diese Diskussion naturgemäß auch Eingang in die Entstehung des § 33 WpÜG gefunden. Nicht ohne Einfluss geblieben ist hierbei sicherlich, dass das vorläufige Scheitern einer Einigung über die europäische Übernahmerichtlinie im Jahre 2001 insbesondere auf die erheblichen Einschränkungen des sog. „Erfolgsverhinderungsverbot“, wie es ursprünglich in dem Gesetzesentwurf vorgesehen war, zurückzuführen war.⁴⁷¹

So hatte der Gesetzgeber im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens des WpÜG insbesondere die Frage zu beantworten, wie der Konflikt zwischen Eigeninteresse des Vorstandes am Erhalt seiner Position einerseits und den Interessen der Aktionäre an einer möglicherweise gewinnbringenden Veräußerung ihrer Beteiligung im Rahmen eines Übernahmeangebots bzw. der Aufnahme eines neuen, der Gesellschaft einen erheblichen Wertzuwachs verschaffenden Hauptaktionärs andererseits zu beantworten. Im Vordergrund des § 33 WpÜG steht *de lege lata* steht damit das Ziel, die Vorstandsmitglieder der Zielgesellschaft, denen im Falle einer erfolgreichen Übernahme der Verlust ihrer Position droht, nicht in die Lage zu versetzen, die Übernahme zu Lasten der – in der Regel von dem Erfolg einer Übernahme profitierenden – Aktionäre zu verhindern.⁴⁷²

Was die Begrifflichkeit anbelangt, soll hier der in die Diskussion eingeführte Begriff der Neutralitätspflicht weiter verwendet werden, allerdings mit dem Hinweis darauf, dass damit weder eine strikte Pflicht zur Neutralität des Vorstandes gemeint sein kann, da diesem schon nach dem Gesetz Möglichkeiten zur eigenen Meinungsbildung über und zur Stellungnahme zum Übernahmeangebot eingeräumt sind (§ 27 WpÜG), noch dass das Gebot der Neutralität im Rahmen des § 33 WpÜG ausschließlich im aktienrechtlichen Sinne verstanden wird.

⁴⁷⁰ Vgl. hierzu *Fleischer/Kalls*, S. 121 f.

⁴⁷¹ „...zur völligen Bedeutungslosigkeit denaturiert worden.“ *Röh*, in *Haarmann/Riehmer/Schüppen*, § 33 Rn. 25.

⁴⁷² *Thoma*, NZG 2002, S. 105 (110).

b) Zulässige Abwehrmaßnahmen

Der in § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG aufgestellte Grundsatz der Neutralitätspflicht wird durch weitere Regelungen des § 33 WpÜG mehrfach durchbrochen,⁴⁷³ was im Ergebnis den Handlungsspielraum des Vorstandes im Rahmen eines feindlichen Übernahmeangebots erweitert:

(1) Handlungen eines ordentlichen Geschäftsleiters

Das den Vorstand der Zielgesellschaft grundsätzlich treffende Verbot der Verhinderung der Übernahme gilt gemäß § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG zunächst nicht für Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer nicht von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft vorgenommen hätte. Zu solchen Maßnahmen zählen insbesondere die Fortführung des Tagesgeschäfts sowie die Weiterverfolgung bereits eingeschlagener Unternehmensstrategien.⁴⁷⁴ Damit ist die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstandes nicht beschränkt auf die Führung der laufenden Geschäfte und die Erfüllung bereits geschlossener Verträge, sondern lässt die Eingehung neuer vertraglicher und sonstiger Verpflichtungen, die sich in die Unternehmensstrategie einfügen, auch über den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb hinaus zu.⁴⁷⁵

Ungeklärt ist bisher, inwieweit eine solche Strategie vor Ankündigung des Übernahmeangebots dokumentiert sein bzw. sich verfestigt haben muss, um derartige Maßnahmen nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 1 WpÜG zu rechtfertigen. Um eine solche Rechtfertigung sicherzustellen, ist der Vorstand einer Zielgesellschaft für den Fall, dass eine entsprechende Dokumentation nicht in vorhanden ist, sicherlich gut beraten, vor Vornahme von außergewöhnlichen Geschäften die Zustimmung des Aufsichtsrats oder der Hauptversammlung einzuholen.⁴⁷⁶

⁴⁷³ Siehe oben Teil 3.B.III.4.a.

⁴⁷⁴ BT-Drucks. 14/7034, S. 58.

⁴⁷⁵ Winter/Harbach, ZIP 2002, S. 1 (5); Schwennike, in Geibel/Süßmann, § 33 Rn. 45.

⁴⁷⁶ Hirte, in Hirte/v. Bülow, § 33 Rn. 72.

(2) Suche nach konkurrierendem Angebot

Zulässig ist nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 WpÜG ferner die Suche nach einem konkurrierenden Übernahmeangebot.⁴⁷⁷ Hierdurch wird der Verwaltung der Zielgesellschaft ermöglicht, durch Hinzuholen eines weiteren Bieters im Interesse aller Aktionäre für möglichst günstige Angebotsbedingungen zu sorgen.⁴⁷⁸ Möchten die Aktionäre ihre Aktien veräußern, können sie sich sodann zwischen zwei Angeboten für dasjenige entscheiden, das ihnen vorteilhafter erscheint.

Bei dieser Suche nach einem sog. „Weißen Ritter“ kann jedoch der Zeitfaktor erhebliche Probleme bereiten. Nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots bzw. dem Kontrollerwerb stehen dem Vorstand bestenfalls ca. 15 Wochen (4 Wochen zur Erstellung der Angebotsunterlage, 10 Tage Prüfungsfrist der BaFin und maximal 10 Wochen Annahmefrist) zur Verfügung, einen Weißen Ritter zu finden, der rechtzeitig ein Konkurrenzangebot vorlegt. Diese Suche dürfte daher in der Regel nur dann Erfolg versprechend sein, wenn bereits vor Veröffentlichung des bevorstehenden Übernahmeangebots Gespräche mit einem konkurrierenden Bieter geführt wurden, der im Falle der Veröffentlichung eines feindlichen Übernahmeangebots das Konkurrenzangebot bereits vorbereitet hat.⁴⁷⁹

(3) Handlungen mit Zustimmung des Aufsichtsrats

Nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG sind schließlich Handlungen des Vorstands auch dann zulässig, wenn sie mit vorheriger Zustimmung des Aufsichtsrats erfolgen.⁴⁸⁰ Dieser Ausnahmetatbestand ermöglicht es Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft ohne Mitwirkung der Hauptversammlung umfassende Abwehr-

⁴⁷⁷ So genannte Suche nach einem „Weißen Ritter“; entsprechend ist der Vorstand der *Schering AG* nach Ankündigung des Übernahmeversuchs durch die *Merck KGaA* vorgegangen, der sich mit der *Bayer AG* darauf verständigte, dass diese als „Weißer Ritter“ fungieren werden.

⁴⁷⁸ BR-Drucks. 574/01, S. 143.

⁴⁷⁹ *Winter/Harbach*, ZIP 2002, S. 1 (5).

⁴⁸⁰ Die Einführung dieses Ausnahmetatbestandes war heftig umstritten; siehe hierzu auch *Winter/Harbach*, ZIP 2002, S. 1 (8 ff.).

maßnahmen zu ergreifen, selbst wenn sie nicht von einer vorherigen Unternehmensstrategie gedeckt sind.⁴⁸¹ Dies gilt allerdings nur für solche Handlungen, die im Interesse der Gesellschaft liegen und sich innerhalb der aktienrechtlichen Geschäftsführungskompetenz des Vorstandes bewegen. So kann beispielsweise bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, die die Zustimmung der Hauptversammlung voraussetzen, die Abwehrmaßnahme des Vorstandes nur dann durch die Zustimmung des Aufsichtsrates legitimiert werden, wenn auch die Hauptversammlung ihrerseits zuvor den erforderlichen Zustimmungsbeschluss gefasst hat.⁴⁸²

(4) Handlungen nach Ermächtigung durch Hauptversammlung

Nach § 33 Abs. 2 WpÜG ist der Vorstand der Zielgesellschaft ferner berechtigt, Maßnahmen zur Verhinderung des Übernahmeangebots zu ergreifen, zu denen ihn die Hauptversammlung ausdrücklich ermächtigt hat. Hiervon erfasst sind Ermächtigungsbeschlüsse, die die Hauptversammlung bereits vor Ankündigung eines Übernahmeverfahrens gefasst hat (sog. „Vorratsbeschlüsse“). Derartige Vorratsbeschlüsse müssen die zulässigen Handlungen „der Art nach“ bestimmen, mit einer Kapitalmehrheit von 75% gefasst werden und können eine Ermächtigung zur Abwehr von Übernahmeangeboten für höchstens 18 Monate erteilen. Maßnahmen, die der Vorstand auf Grundlage dieser Vorratsbeschlüsse zu ergreifen beabsichtigt, bedürfen jedoch wiederum der vorherigen Zustimmung des Aufsichtsrats (§ 33 Abs. 2 S. 4 WpÜG). Neben vorstehend genannten Abwehrmöglichkeiten dürfte diese Ausnahme von der Neutralitätspflicht in der Praxis jedoch eher geringe Bedeutung erlangen. Grund hierfür ist, dass der Vorstand allein durch einen entsprechenden Beschlussvorschlag an die Hauptversammlung signalisiert, dass er die Gesellschaft als Übernahmekandidat sieht. Ein solches Signal dürfte in der Regel jedoch gerade nicht im Interesse des Vorstands liegen.

⁴⁸¹ Winter/Harbach, ZIP 2002, S. 1 (8).

⁴⁸² Z.B. Ausgabe neuer Aktien durch Ausnutzung genehmigten Kapitals oder Rückerwerb eigener Aktien; nicht erforderlich ist an dieser Stelle jedoch ein Vorratsbeschluss der Hauptversammlung nach § 33 Abs. 2 WpÜG.

Von dem Tatbestand des § 33 Abs. 2 WpÜG nicht erfasst sind Ermächtigungsbeschlüsse zur Abwehr feindlicher Übernahmeangebote, die die Aktionäre im Rahmen einer während der laufenden Annahmefrist einberufenen Eil-Hauptversammlung fassen. Solche Beschlüsse sind zwar zulässig, bergen jedoch im Hinblick auf die prozeduralen Erleichterungen für die Einberufung einer Eil-Hauptversammlung nach § 16 Abs. 4 WpÜG, die bisher keiner verfassungsrechtlichen Überprüfung durch das BVerfG bzw. den EuGH unterzogen wurden, die Gefahr der Anfechtung durch veräußerungswillige Aktionäre. Wurde daher im Rahmen dieser Hauptversammlung ein Widerspruch zu Protokoll erklärt, besteht für den Vorstand das Risiko, seine Abwehrmaßnahme auf eine durch die Hauptversammlung gegebene Ermächtigung zu stützen, die möglicherweise keinen Bestand hat.⁴⁸³

c) Unzulässige Abwehrmaßnahmen

Ausweislich der Gesetzesbegründung⁴⁸⁴ sind insbesondere die folgenden, im Zusammenhang mit einem bevorstehenden Übernahmeverfahren vorgenommenen Abwehrmaßnahmen als Verstoß gegen die Neutralitätspflicht des Vorstands und damit als unzulässig anzusehen:⁴⁸⁵

- Ausgabe eines „nicht unerheblichen Anteils“ neuer Aktien aus genehmigtem Kapital: Insbesondere dann, wenn die Ausgabe der neuen Aktien unter Bezugsrechtsausschluss erfolgt, ist die Maßnahme geeignet, dass Stimmengewicht der vom Bieter zu erwerbenden Aktien zu verringern. Werden die neuen Aktien darüber hinaus an einen Dritten ausgegeben, der sich verpflichtet, die neuen Aktien nicht an den Bieter zu veräußern, dann reduziert sich zugleich die Anzahl der Aktien, die der Bieter im Rahmen seines Übernahmeverfahrens zu erwerben in der Lage ist. Ebenso unzulässig muss

⁴⁸³ Winter/Harbach, ZIP 2002, S. 1 (13); Krause, NJW 2002, S. 705 (713).

⁴⁸⁴ BT-Drucks. 14/7034, S. 57 ff.

⁴⁸⁵ Ist jedoch einer der vorstehend unter Teil 3.B.III.4.b. näher erläuterten Ausnahmetatbestände erfüllt, so werden auch die nachfolgend genannten – grundsätzlich unzulässigen – Abwehrmaßnahmen als zulässig angesehen.

jedoch die Ausgabe von Aktien mit Bezugsrecht für die Aktionäre sein. Auch diese Maßnahme ist dann objektiv zur Vereitelung des Übernahmeerfolgs geeignet, wenn durch die Anzahl der neu ausgegeben Aktien die Zahl der Aktien, die der Bieter zur Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft oder zum Erreichen der von ihm gesetzten Mindestakzeptanzschwelle erwerben muss, so wesentlich erhöht wird, dass dem Bieter die Finanzierung des Übernahmeangebots unmöglich gemacht wird.⁴⁸⁶

- Der in „größerem Umfang“ getätigte Rückerwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft: Ein solcher Rückerwerb führt zu einer zusätzlichen Nachfrage nach Aktien der Zielgesellschaft, was zu Kurssteigerungen und damit zu einer Verteuerung des Übernahmeangebots für den Bieter führen kann. Der praktische Nutzen dieser Abwehrmaßnahme erscheint ohnehin gering. Zum einen ist ein Rückerwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG auf 10% des Grundkapitals beschränkt (§ 71 Abs. 2 S. 1 AktG), zum anderen erhöht ein solcher Rückkauf das Stimmgewicht der vom Bieter zu erwerbenden Aktien, da der Zielgesellschaft aus den rückerworbenen eigenen Aktien kein Stimmrecht zusteht (§ 71 b AktG).
- Schaffung kartellrechtlicher Probleme durch Erwerb eines Unternehmens, das mit dem Bieter in direktem Wettbewerb steht: Zwar ist aufgrund der Möglichkeit des Bundeskartellamtes, die Genehmigung der Übernahme der Zielgesellschaft durch den Bieter von der sofortigen Veräußerung des betroffenen Unternehmensteils abhängig zu machen, die dauerhafte Eignung dieser Maßnahme zur Vereitelung der Übernahme fraglich. Allein jedoch die objektive Eignung zur Behinderung des Bieters reicht nach dem Willen des Gesetzgebers aus, diese Maßnahme als nicht zulässig zu erachten.⁴⁸⁷
- Sale of Crown Jewels durch Veräußerung bedeutsamer Bestandteile des Gesellschaftsvermögens, um die Zielgesellschaft für den Bieter unattraktiv

⁴⁸⁶ Krause, NZG 2000, S. 905 (911).

⁴⁸⁷ BT-Drucks. 14/7034, S. 58.

zu machen.⁴⁸⁸ Bei einer entsprechenden Maßnahme ist ohnehin zu beachten, dass die Veräußerung von Unternehmenswerten in einem die Übernahmeentscheidung des Bieters beeinflussenden Umfang in der Regel tief in die Vermögenspositionen und Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre eingreift, so dass ein gesonderter „Holzmüller-Beschluss“ der Hauptversammlung erforderlich sein dürfte. Grundsätzlich denkbar ist zwar, einen derartigen „Holzmüller-Beschluss“ im Wege eines Vorratsbeschlusses zu fassen. Da jedoch außerordentlich hohe Anforderungen an den Inhalt des in einem solchen Fall erforderlichen Berichts des Vorstands an die Hauptversammlung gestellt werden, wird der Hauptversammlung wohl nur ein konkretes Veräußerungsvorhaben zur Zustimmung vorzulegen sein.⁴⁸⁹

- Pac Man Defense durch ein Gegenangebot der Zielgesellschaft für die Aktien der Bietergesellschaft:⁴⁹⁰ Wird durch ein solches Gegenangebot eine Beteiligung der Zielgesellschaft an dem Unternehmen des Bieter von über 25% erreicht, so kommt es zu einer wechselseitigen Beteiligung i.S.d. § 19 Abs. 1 AktG, die gemäß § 328 AktG eine Ausübungssperre für die Stimmrechte aus dem über 25% übersteigenden Anteilsbesitz auf Seiten des Bieters bewirkt. Dies gilt jedoch nur dann, wenn die Zielgesellschaft die wechselseitige Beteiligung der Bietergesellschaft nach § 328 Abs. 2 AktG angezeigt hat, bevor der Bieter seinerseits eine entsprechende Anzeige an die Zielgesellschaft übermittelt hat.

d) Präventive Abwehrmaßnahmen

Da die in § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG angeordnete Neutralitätspflicht des Vorstands erst mit öffentlicher Ankündigung einer geplanten Übernahme durch den Bieter beginnt, bleiben präventive Abwehrmaßnahmen einer Gesellschaft im Vorfeld ei-

⁴⁸⁸ BT-Drucks. 14/7034, S. 58.

⁴⁸⁹ Lutter/Leinekugel, ZIP 1998, S. 805 (814).

⁴⁹⁰ Schwennike, in Geibel/Süßmann, § 33 Rn. 52.

nes Übernahmeangebots hiervon unberührt.⁴⁹¹ Als derartige präventive Abwehrmaßnahmen kommen beispielsweise die Schaffung vinkulierter Namensaktien, die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder Wandel- und Optionsanleihen, die Aufnahme von „change of control“-Klauseln in bedeutenden Verträgen, der Rückerwerb eigener Aktien, die Ausgabe von Arbeitnehmeraktien bzw. sonstige gesellschaftsrechtliche Maßnahmen⁴⁹² in Betracht.⁴⁹³ Zu beachten ist allerdings, dass derartige Maßnahmen für die Zielgesellschaft auch nachteilige Auswirkungen haben können, da sie gegebenenfalls aufgrund der nach außen deutlich sichtbaren Abwehrhaltung gegenüber externen Investoren zu einer negativen Bewertung durch den Kapitalmarkt führen könnten.

e) Bestechungsverbot

Letztlich findet sich in § 33 Abs. 3 WpÜG eine Regelung, die sich nicht an den Vorstand der Zielgesellschaft, sondern an den Bieter und mit ihm gemeinsam handelnde Personen richtet. Diese verbietet die Gewährung von ungerechtfertigten Geldleistungen oder geldwerten Vorteilen an Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder der Zielgesellschaft, sofern diese im Zusammenhang mit dem Angebot stehen. Ein solcher Vorteil, der nicht notwendig an bestimmte Verhaltensweisen geknüpft sein muss⁴⁹⁴ und der auch unzulässig ist, wenn er Angehörigen der in § 33 Abs. 3 WpÜG genannten Personen gewährt wird,⁴⁹⁵ gilt schon dann als im Zusammenhang mit dem Angebot stehend, wenn er in zeitlicher Nähe oder während des Angebots gewährt wird.⁴⁹⁶

Zu beachten ist jedoch, dass ausschließlich ungerechtfertigte Vorteile von dem Bestechungsverbot des § 33 Abs. 3 WpÜG erfasst sind. Als gerechtfertigt gelten Vorteile jedoch, wenn sie aus der Sicht der Zielgesellschaft und ihrer Anteilseigner

⁴⁹¹ BT-Drucks. 14/7034, S. 58.

⁴⁹² Z.B. Bindung der Bestellung und Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern an qualifizierte Mehrheiten, die Staffelung ihrer Amtszeiten oder die Begründung von Entsendungerechten.

⁴⁹³ Siehe hierzu näher *Schwennike*, in Geibel/Süßmann, § 33 Rn. 62 ff.

⁴⁹⁴ *Grunewald*, in Baums/Thoma, § 33 Rn. 81.

⁴⁹⁵ *Grunewald*, in Baums/Thoma, § 33 Rn. 79.

aus sachlich nachvollziehbaren Erwägungen gewährt werden. Hierunter sollen insbesondere Zusagen der Weiterbeschäftigung nach erfolgreicher Übernahme fallen, weil das bestehende Management in der Regel entscheidend für den Wert der Zielgesellschaft sein kann.⁴⁹⁷ Hierbei fällt es freilich schwer, eine Beeinflussung der begünstigten Personen bei weiter zu treffenden Entscheidungen für die Zielgesellschaft auszuschließen.

f) Abwehrmaßnahmen nach dem Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz

Die europäische Übernahmerichtlinie 2004/25/EG sieht ein komplexes Gefüge aus Regelungen zum Abbau von Übernahmehemmnissen vor. Die dort enthaltenen Regelungen sind jedoch als sog. „*Opt-Out*“-Recht konzipiert: die Mitgliedsstaaten können bei Umsetzung der Richtlinie wählen, ob sie die entsprechenden europäischen Regelungen übernehmen oder den *status quo* des nationalen Rechts im Hinblick auf Abwehrmaßnahmen beibehalten (Art. 12 Abs. 1 europäische Übernahmerichtlinie 2004/25/EG). Im letzterem Fall ist jedoch nationalen Zielgesellschaften das Recht einzuräumen, sich durch entsprechende Satzungsregelungen dem europäischen Regelungsregime zu unterwerfen (sog. „*Opt-In*“-Recht) (Art. 12 Abs. 2 europäische Übernahmerichtlinie 2004/25/EG).⁴⁹⁸ Von diesem „*Opt-Out*“-Recht hat der deutsche Gesetzgeber im Rahmen des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes Gebrauch gemacht und lediglich in den §§ 33a ff. WpÜG n.F. den Zielgesellschaften die Möglichkeit eröffnet, freiwillig die nachfolgend beschriebenen Regelungen zum europäischen Verhinderungsverbot und/oder der europäischen Durchbrechungsregel anzuerkennen.

(1) Europäisches Verhinderungsverbot

Nach dem in Art. 9 europäische Übernahmerichtlinie 2004/25/EG verankerten Verhinderungsverbot sind sämtliche Verteidigungsmaßnahmen des Vorstands der Zielgesellschaft, welche geeignet sind, einen Bieter am Erwerb der Kontrolle über

⁴⁹⁶ Grunewald, in Baums/Thoma, § 33 Rn. 81.

⁴⁹⁷ Grunewald, in Baums/Thoma, § 33 Rn. 82 f.

die Zielgesellschaft zu hindern, verboten, sofern nicht zuvor eine nach Beginn des Übernahmeverfahrens erteilte entsprechende Ermächtigung der Hauptversammlung eingeholt wurde.⁴⁹⁹ Ausgenommen hiervon werden lediglich Maßnahmen zur Suche nach einem konkurrierenden Angebot sowie Maßnahmen, welche den laufenden Geschäftsbetrieb betreffen, auf bereits gefassten Entscheidungen beruhen und teilweise umgesetzt sind. Wesentlicher Unterschied zu dem in § 33 WpÜG geregelten deutschen Verfahren ist demnach das Verbot von Vorratsermächtigungen durch die Hauptversammlung (§ 33 Abs. 2 WpÜG) sowie das Verbot, Abwehrmaßnahmen ausschließlich zwischen Vorstand und Aufsichtsrat abzustimmen (§ 33 Abs. 1 S. 3 Var. 3 WpÜG). Damit ist insbesondere die vielfach kritisierte deutsche Sonderregelung, wonach der Vorstand jegliche Abwehrmaßnahme allein mit Zustimmung des Aufsichtsrats durchführen kann, auf europäischer Ebene nicht gestattet.

(2) Europäische Durchbrechungsregel

Art. 11 der europäischen Übernahmerrichtlinie 2004/25/EG setzt im Falle einer Übernahme sämtliche Regelungen in Bezug auf die Zielgesellschaft und ihre Aktien außer Kraft, welche die Übernahme hemmen oder behindern würden.⁵⁰⁰ Hierbei werden zum einen satzungsmäßige oder vertragliche Beschränkungen hinsichtlich der Übertragbarkeit der Aktien gegenüber dem Bieter für nicht anwendbar erklärt.⁵⁰¹ Zum anderen gelten dann, wenn der Bieter nach seinem Übernahmeangebot mindestens 75% der Aktien an der Zielgesellschaft hält, im Rahmen der ersten Hauptversammlung Stimmbindungsverträge oder Entsendungsrechte nicht, um dem Bieter die Möglichkeit zu geben, seine Vorstellungen beispielsweise in Bezug

⁴⁹⁸ *van Kann/Just*, DStR 2006, S. 328 (329).

⁴⁹⁹ Vgl. § 33a Abs. 1 WpÜG n.F.

⁵⁰⁰ Vgl. § 33b Abs. 1 WpÜG n.F.

⁵⁰¹ Erfasst sind hiervon beispielsweise vinkulierte Namensaktien (§ 68 Abs. 2 AktG), welche im Rahmen des Übernahmeverfahrens ohne Zustimmung des Vorstands der Gesellschaft auf den Bieter übertragen werden können, sowie Andienungs- und Vorkaufsrechte. Vertragliche Beschränkungen werden hierbei lediglich erfasst, sofern die Verträge nach Inkrafttreten der EU-Übernahmerrichtlinie am 30. März 2004 geschlossen wurden. Ferner entfalten beispielsweise Stimmbindungsverträge in Hauptversammlungen, in denen über mögliche Abwehrmaßnahmen beschlossen werden soll, keine Wirkung.

auf die Gestaltung der Satzung oder die Besetzung des Aufsichtsrats auch tatsächlich durchzusetzen. Kommt die Durchbrechungsregel im Falle einer Übernahme zum tragen, so ist für den Verlust der entsprechenden Rechte durch den Bieter Schadensersatz zu leisten.

g) Rechtliche Würdigung der Regelungen zu Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote

Durch die Neutralitätspflicht des § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG werden sowohl die Minderheitsaktionäre davor geschützt, dass sich das Management der Gesellschaft aus eigennützigen Gründen und entgegen dem Wohl der Gesellschaft und der Minderheitsaktionäre für ein Übernahmeangebot entscheidet und dieses daher fördert. Ebenso werden Bieter und Minderheitsaktionäre davor geschützt, dass der Vorstand ein Übernahmeangebot zu verhindern versucht, obwohl es sowohl für die Gesellschaft als auch für die Minderheitsaktionäre Vorteile mit sich bringen würde. Das Neutralitätsgebot dient demnach sowohl den Interessen der Minderheitsaktionäre als auch denjenigen des Finanzinvestors, so dass eine Abwägung zwischen den insoweit gleichlaufenden Interessen im Rahmen vorliegender Arbeit nicht zu erfolgen hat.

Zwar ist zu beachten, dass der Vorstand grundsätzlich – entgegen den Interessen des Minderheitsaktionärs und denjenigen des Finanzinvestors – berechtigt ist, Abwehrmaßnahmen nach § 33 Abs. 1 S. 2 Alt. 3 WpÜG zu veranlassen, sofern sie mit vorheriger Zustimmung des Aufsichtsrats erfolgen. Diese Einschränkung des Neutralitätsgebotes könnte einer Ausweitung der Möglichkeit zur Vornahme von Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote gleichkommen. Eine solche Entwicklung ist jedoch – nicht zuletzt, weil es in Deutschland bis heute noch zu keiner feindlichen Übernahme kam⁵⁰² – bisher nicht zu verzeichnen. In der Literatur wird zum Teil dennoch gefordert, die bestehenden Abwehrkompetenzen von Vorstand und Aufsichtsrat zugunsten einer strengen Neutralitätspflicht einzu-

⁵⁰² So wurde in Deutschland erst kürzlich der erste feindliche Übernahmeversuch der Merck KGaA zur Übernahme der Schering AG seitens des „weißen Ritters“ Bayer AG vereitelt.

schränken.⁵⁰³ In diesem Sinne sieht auch die europäische Übernahmerichtlinie 2004/25/EG die weitgehende Außer-Kraft-Setzung sämtlicher Übernahmehindernisse vor. Allerdings hat sich Deutschland im Rahmen des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes aufgrund des Optionsmodells (vgl. Art. 9 i.V.m. Art. 12 der Richtlinie, §§ 33a ff. WpÜG n.F.) dafür entschieden, die Regelungen des § 33 WpÜG zunächst unverändert bestehen zu lassen („*Opt-Out*“), sofern sich nicht die Zielgesellschaften ausdrücklich für eine Verschärfung der Neutralitätspflicht im Sinne der europäischen Richtlinie entscheiden („*Opt-In*“).⁵⁰⁴ Nimmt eine Zielgesellschaft demnach eine entsprechende Satzungsregelung auf und erkennt sie insbesondere das europäische Verhinderungsverbot als für sich bindend an, führt dies zu einer erheblichen Einschränkung der Abwehrmöglichkeiten der Verwaltung der Zielgesellschaft; dies kommt im Ergebnis sowohl dem Interesse der Minderheitsaktionäre als auch dem Interesse der Finanzinvestoren an der Durchführung eines ungestörten Übernahmeverfahrens entgegen.

5. Minderheitenschutz durch die Regelungen zum Rechtsschutz der Aktionäre

These 9 e:

Der bestehende dreigliedrige Rechtsschutz des WpÜG zugunsten der an einem öffentlichen Übernahmeangebot beteiligten Personen schützt auch die Interessen der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft hinreichend.

Die vorstehend beschriebenen gesetzlichen Regelungen zum Schutz von Minderheitsaktionären im Übernahmeverfahren bedürfen, wie jede gesetzliche Regelung, zu ihrer Wirksamkeit der Flankierung durch ein effizientes Rechtsschutzsystem. Im Folgenden soll untersucht werden, inwieweit dies aus Sicht der Aktionäre als ausreichend zu betrachten ist und ob es aus Sicht der Investoren Übernahmebestrebungen nicht über die Maßen behindert. In einem ersten Schritt wird hierzu zunächst ein Überblick über die verschiedenen, für die Aktionäre der Zielgesellschaft

⁵⁰³ Mühle, S. 468 f.

⁵⁰⁴ Vgl. van Kann/Just, DStR 2006, S. 328 (330).

relevanten Fallkonstellationen und die hierbei in Betracht kommenden Rechtsmittel gegeben, wobei insbesondere auf die Frage des verwaltungsrechtlichen Drittschutzes eingegangen wird. Sodann wird in einem zweiten Schritt das Rechtsschutzinstrumentarium unter der eingangs aufgeworfenen Fragestellung bewertet.

a) Dreigliedriger Rechtsschutz

Nachdem das WpÜG das Übernahmeverfahren zum einen dem öffentlichen Aufsichtsrecht unterstellt, zum anderen aber auch privatrechtliche Regelungen und ordnungswidrigkeitenrechtliche Bestimmungen enthält, gliedert sich auch der Rechtsschutz der an einem öffentlichen Übernahmeangebot beteiligten Personen in drei Bereiche.⁵⁰⁵

- Gegen Maßnahmen und Verfügungen, die seitens der BaFin vorgenommen oder unterlassen werden, besteht verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz nach den §§ 41, 48 WpÜG.⁵⁰⁶ Danach steht den am Verfahren Beteiligten nach erfolgloser Durchführung des Widerspruchsverfahrens das Rechtsmittel der Beschwerde zur Verfügung (§ 48 WpÜG).⁵⁰⁷
- Darüber hinaus besteht bezüglich der zivilrechtlichen Beziehungen der an dem Übernahmeverfahren Beteiligten gemäß § 66 WpÜG Rechtsschutz vor den ordentlichen Gerichten.⁵⁰⁸
- Letztlich besteht gegen die ordnungswidrigkeitenrechtlichen Entscheidungen der BaFin Rechtsschutz gemäß § 62 ff. WpÜG.⁵⁰⁹

⁵⁰⁵ Vgl. hierzu auch *Seibt*, ZIP 2003, S. 1865 (1866); *ders.* in Henze/Hoffmann-Becking, RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2003, S. 337 (346).

⁵⁰⁶ Einzügiger Rechtsweg; ausschließliche Gerichtszuständigkeit des OLG Frankfurt/Main, § 48 Abs. 4 WpÜG; trotz der Zuständigkeit des OLG Frankfurt/Main handelt es sich um ein echtes Verwaltungsstreitverfahren, wie dies auch im Kartellbeschwerdeverfahren der Fall ist, vgl. *Schüppen/Schweizer*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, § 48 Rn. 1.

⁵⁰⁷ Obwohl die BaFin bei Verfügungen nach dem WpÜG im Verwaltungsverfahren als Verwaltungsbehörde tätig wird, gilt hierbei nicht das Verwaltungsprozessrecht nach der VwGO. Das WpÜG sieht vielmehr ein besonderes gerichtliches Beschwerdeverfahren vor dem OLG vor; zu den einzelnen Beschwerdearten vgl. *Pohlmann*, in Hirte/v.Bülow, § 48 Rn. 18 ff.

⁵⁰⁸ Gerichtsstand: Sitz der Zielgesellschaft.

Von eher nebensächlichem Interesse für die Aktionäre der Zielgesellschaft wird das Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht sein. Auch wenn ihnen das Recht zusteht, entsprechende Tatbestände zur Anzeige zu bringen und ggf. auf deren Verfolgung im Rahmen der allgemeinen Bestimmungen des Strafprozess- und Ordnungswidrigkeitenrechts – begrenzten – Einfluss zu nehmen (§§ 172 ff.; 395 Abs. 1 Nr. 3; 395 ff. StGB § 46 OWiG), wird die Verwirklichung von Straf- und Ordnungswidrigkeitstatbeständen in erster Linie im Zusammenhang mit dem Bestehen von zivilrechtlichen Schadensersatz- und Unterlassungsansprüchen sowie bei verwaltungsrechtlichen Rechtmäßigkeitserwägungen von Bedeutung sein. Daher soll im Rahmen dieser Arbeit nur auf die zivil- und verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzmöglichkeiten der Aktionäre eingegangen werden.

Dabei ergeben sich im Wesentlichen zwei große Fragenkomplexe: der Verwaltungsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit Entscheidungen der BaFin oder deren Unterlassen (siehe hierzu nachfolgend b) sowie das Bestehen von zivilrechtlichen Ansprüchen der Aktionäre (siehe hierzu nachfolgend c).

b) Verwaltungsschutz

Die Schwierigkeit eines Verwaltungsschutzes zu Gunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft liegt darin begründet, dass sie regelmäßig nicht selbst Adressat von Maßnahmen der BaFin im Rahmen der verschiedenen Verfahren nach dem WpÜG sind, sondern lediglich Drittbetroffene. Auch wenn man davon ausgehen kann, dass sie dennoch von diesen Maßnahmen, wenn auch nur mittelbar, betroffen sind, so wird Rechtsschutz hiergegen nach allgemeinen verwaltungsprozessrechtlichen Grundsätzen (Art. 19 Abs. 4 GG; §§ 42 Abs. 2, 113 VwGO) nur dann gewährt, wenn sie die Verletzung eigener subjektiv-öffentlicher Rechte rügen können. Dies ist nach der Schutznormtheorie nur dann der Fall, wenn eine Norm dritt-

⁵⁰⁹ Strafrechtliche Sanktionen sind im WpÜG nicht vorgesehen; gleichwohl können im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeverfahren auch strafrechtliche Regelungen außerhalb des WpÜG relevant werden, vgl. zu Näherem *Rönnau*, in Haarmann/Riehmer/Schüppen, Vor § 60 Rn. 37 ff.

schützende Wirkung hat, was wiederum voraussetzt, dass sie zumindest auch Individualinteressen schützen will.⁵¹⁰ Ein solcher Schutz der Individualinteressen der Aktionäre wird in der überwiegenden Literatur im Falle von Maßnahmen der BaFin nach dem WpÜG jedoch unter Berufung auf § 4 Abs. 2 WpÜG abgelehnt; danach nimmt die Behörde ihre Aufgaben nach dem WpÜG allein im öffentlichen Interesse wahr. Daher komme für die Aktionäre der Zielgesellschaft in der Regel ein Rechtsschutz nach §§ 41, 48 WpÜG nicht in Betracht.⁵¹¹

Diese Argumentation vermag aus zweierlei Gründen nicht zu überzeugen. Zum einen erscheint es äußerst zweifelhaft, dass der Gesetzgeber mit Regelungen wie der des § 4 Abs. 2 WpÜG ohne weiteres den subjektiv-öffentlichen Rechtsgehalt einer Norm suspendieren kann und wollte. Zum anderen kann die Auffassung, dass der verwaltungsrechtliche Rechtsschutz des WpÜG in jedem Fall die Verletzung subjektiv-öffentlicher Rechte voraussetzt, nicht geteilt werden.⁵¹²

So ist im Hinblick auf die Rechtsnatur des § 4 Abs. 2 WpÜG zunächst darauf abzustellen, dass diese Norm – ebenso wie ihr Vorbild, § 6 Abs. 4 KWG in der Fassung der 3. KWG-Novelle – dazu dient, die BaFin vor Amtshaftungsansprüchen nach Art. 14 GG, § 839 BGB zu schützen, was letztlich verhindern soll, dass die Gefahr von Regressansprüchen zu einer starren und bürokratischen Verwaltungspraxis führt.⁵¹³ Gerade mit Blick auf die durch die 3. KWG-Novelle eingefügte, wortlautgleiche Regelung des § 6 Abs. 4 KWG⁵¹⁴ wird deutlich, dass diese Regelung eine Reaktion auf die seinerzeitige Änderung der BGH-Rechtsprechung zur Amtshaftung bei der Bankenaufsicht⁵¹⁵ war und daher allein dem Ausschluss der

⁵¹⁰ Vgl. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (347 f.).

⁵¹¹ Vgl. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (349); *Giesberts*, in Hirte/v. Bülow, § 4 Rn. 76.

⁵¹² Da Schwerpunkt dieser Arbeit aber die Untersuchung des Spannungsfeldes zwischen Minderheitenschutz und Bieterinteresse ist, sollen diese Fragen nur am Rande beleuchtet werden; siehe hierzu ausführlich *Berding*, *Der Konzern*, S. 771 ff.

⁵¹³ Vgl. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (348).

⁵¹⁴ Jetzt geregelt in § 4 Abs. 4 FinDinAG.

⁵¹⁵ „Wetterstein-Entscheidung“ BGHZ 74, S. 144 ff.; „Herstatt-Entscheidung“ BGHZ 75, S. 120 ff.

Amtshaftung dienen sollte.⁵¹⁶ Diese Entstehungsgeschichte macht es nicht zwingend notwendig, von einer Einschränkung der drittschützenden Wirkung von Normen des KWG wie auch des WpÜG in verwaltungsprozessualer Hinsicht auszugehen. Denn wenn auch die BaFin ihre Aufgaben nur im öffentlichen Interesse wahrnimmt, so können die Normen, die sie dabei vollzieht, durchaus auch drittschützenden Charakter haben und damit subjektiv-öffentliche Rechte vermitteln. Dabei ist vor allem zu berücksichtigen, dass der Gesetzgeber selbst und trotz der Regelung des § 4 Abs. 2 WpÜG mit den §§ 11, 12, 13, 26, 31 und 38 WpÜG offensichtlich einen Drittschutz vorausgesetzt hat. Dies wird auch zutreffend in der Literatur ausdrücklich betont.⁵¹⁷ Dieser – scheinbare – Widerspruch lässt sich aber ohne weiteres auflösen, wenn man § 4 Abs. 2 WpÜG nur als Ausschluss von Amtshaftungsansprüchen versteht, der nicht kraft Gesetz den drittschützenden Charakter einer Norm beseitigt. Eine solche Annahme würde rechtsdogmatisch ohnehin seltsam anmuten, da sich die Frage nach dem Vorliegen einer drittschützenden Norm in erster Linie nicht nach dem Willen des Gesetzgebers, sondern durch Auslegung der Norm beantwortet.⁵¹⁸ Im Ergebnis steht also § 4 Abs. 2 WpÜG weder der Annahme der drittschützenden Wirkung⁵¹⁹ noch der Bejahung von subjektiv-öffentlichen Rechten aus Normen des WpÜG entgegen.

Dem WpÜG kann weiterhin nicht entnommen werden, dass der Rechtsschutz nach den §§ 41 und 48 WpÜG voraussetzt, dass der Betroffene geltend machen kann, in einem subjektiv-öffentlichen Recht verletzt zu sein.⁵²⁰ Weder verweist § 41 WpÜG dergestalt auf die Vorschriften der VwGO, dass diese dort geregelte Voraussetzung auch im hiesigen Rechtsschutzverfahren zu gelten hätte. Noch kann das Erfordernis der Geltendmachung der Verletzung eigener subjektiv-öffentlicher Rechte für das Widerspruchsverfahren daraus hergeleitet werden, dass es sich dabei lediglich um ein Vorschaltverfahren handelt, dessen Voraussetzungen sich nach dem hier-

⁵¹⁶ Füllbier, in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, § 6 Rn. 71 ff.

⁵¹⁷ Vgl. Seibt, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (349); Giesberts, in Hirte/v. Bülow, § 4 Rn. 75 f., 54 ff.

⁵¹⁸ Vgl. z.B. BVerwG, NVwZ 1987, S. 409 ff..

⁵¹⁹ So auch Dolde, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (386 ff.).

durch vorbereiteten Gerichtsverfahren richten. Im Gegensatz zu § 113 Abs. 1 S. 1 VwGO hängt der Erfolg einer Beschwerde nach § 56 Abs. 2 WpÜG gerade nicht davon ab, dass der Beschwerdeführer in seinen subjektiven Rechten verletzt ist. Hierin stimmt § 56 Abs. 2 WpÜG mit § 71 Abs. 2 GWB überein, der lediglich eine Beschwer, nicht aber die Verletzung subjektiv-öffentlicher Rechte voraussetzt.⁵²¹

Im Ergebnis kann daher der in §§ 41, 48 WpÜG vorgesehene Rechtsweg gegen Maßnahmen der BaFin oder deren Unterlassung auch für die Aktionäre der Zielgesellschaft auch bei bloßer Drittbetroffenheit eröffnet sein, wenn sie hierdurch beschwert (im Falle des Anfechtungsbegehrens) oder in einem subjektiv-öffentlichen Recht verletzt sind (im Falle des Verpflichtungsbegehrens).⁵²²

Die vorstehend aufgeworfene Fragestellung ist durchaus nicht von rein akademischem Interesse: Wie beispielsweise die Entscheidungen des OLG Frankfurt am Main im *Wella*-Verfahren⁵²³ und im *ProSiebenSat.1*-Verfahren⁵²⁴ zeigen, in denen es um die Rechtsstellung der Aktionäre der Zielgesellschaft im Gestattungsverfahren über die Angebotsunterlage sowie im Verwaltungsverfahren über die Befreiung vom Pflichtangebot ging, betrifft diese Frage typische und streitanfällige Fallgestaltungen des Übernahmerechts.⁵²⁵ Im *Wella*-Verfahren hat das Gericht ein subjektiv-öffentliches Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft auf Überprüfung der in der Angebotsunterlage enthaltenen Informationen verneint. Dabei beruft es sich vor allem auf § 4 Abs. 2 WpÜG. Es hat darüber hinaus auch eine verfassungsrechtliche Ausstrahlungswirkung aus Art. 14 GG verneint, der von der Literatur in seltenen Ausnahmefällen zur Begründung eines ausnahmsweise doch bestehenden

⁵²⁰ Ausführlich und überzeugend dargelegt von *Dolde*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (386 ff.).

⁵²¹ So auch *Dolde*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (386 ff.).

⁵²² Einschränkend, *Dolde*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (396 ff.): kein Rechtsschutz für das Verpflichtungsbegehren, weil die erforderliche Verletzung subjektiv-öffentlicher Rechte wegen § 4 Abs. 2 WpÜG nicht möglich sei; a.A. die ganz überwiegende Meinung.

⁵²³ *OLG Frankfurt/Main*, ZIP 2003, S. 1392 ff.

⁵²⁴ *OLG Frankfurt/Main*, ZIP 2003, S. 1297 ff.

⁵²⁵ *Seibt*, ZIP 2003, S. 1865 (1866).

Rechtsschutzes Dritter gegen Maßnahmen der BaFin herangezogen wird.⁵²⁶ Auch im *ProSiebenSat.1*-Verfahren hat das OLG im Wesentlichen aus denselben Gründen ein subjektiv-öffentliches Recht auf Nichtbefreiung vom Pflichtangebot ebenso wie eine Ausstrahlungswirkung des Art. 14 GG verneint.

Vor vorstehend diskutiertem Hintergrund lässt sich für die Rechtsschutzmöglichkeiten der Minderheitsaktionäre im Übernahmeverfahren, welchem für deren Minderheitenschutz besondere Bedeutung zukommt, somit im Ergebnis folgendes festhalten:

(1) Rechtsschutz bei Untersagung des Angebots

Untersagt die BaFin wegen fehlerhaften Informationen in der Angebotsunterlage das Angebot nach § 15 WpÜG, so steht den Aktionären der Zielgesellschaft hiergegen nach wohl herrschender Ansicht ein Rechtsmittel nicht zu.⁵²⁷ Hat jedoch ein Aktionär der Zielgesellschaft nach Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots (§ 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG) in Erwartung eines Angebots Dispositionen getroffen – sei es, dass er im Vertrauen auf das Angebot Beteiligungen an der Zielgesellschaft gehalten oder seine Beteiligungen aufgestockt hat oder sei es, dass er aufgrund der Veröffentlichung überhaupt erstmals deren Aktien erworben hat – so ist er durch die Untersagung des Angebots faktisch betroffen. Da, wie gezeigt, die Verletzung eines subjektiv-öffentlichen Rechts des betroffenen Aktionärs der Zielgesellschaft nicht erforderlich ist, sondern es vielmehr als ausreichend anzusehen ist, wenn er durch die Untersagung beschwert ist,⁵²⁸ kann er nach der hier vertretenen Ansicht gegen die Untersagung Widerspruch sowie im Falle dessen Abweisung Beschwerde einlegen.⁵²⁹ Die für den Rechtsschutz nach dem WpÜG erforderliche Beeinträchtigung eines rechtlichen Interesses des Aktio-

⁵²⁶ Vgl. hierzu ausführlich: *Berding*, S. 771 ff.; *Seibt*, ZIP 2003, S. 1865 (1872).

⁵²⁷ Z.B. *OLG Frankfurt/Main*, ZIP 2003, S. 2206 (2208 f.); *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (353); *Ihrig*, ZHR 167 (2003), S. 315 (335).

⁵²⁸ Siehe oben Teil 3.B.III.5.b.

⁵²⁹ So auch *Dolde*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (388 ff.).

närs der Zielgesellschaft⁵³⁰ liegt in der Verletzung der Vorschriften über die Angebotsunterlage, die dem Schutz der Aktionäre dienen.⁵³¹

(2) Rechtsschutz bei Gestattung der fehlerhaften Angebotsunterlage

Auch wenn die BaFin ein Angebot trotz Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage gestattet, soll nach überwiegender Ansicht hiergegen kein verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz gegeben sein.⁵³² Dem kann insoweit zugestimmt werden, als dass der Gestattung der Verwaltungsaktscharakter mangels verbindlicher Regelung eines Rechtsverhältnisses abgesprochen wird.⁵³³ Rechtsschutz könnte in einem solchen Fall jedoch insofern erlangt werden, als dass die BaFin auf Untersagung des Angebots in Anspruch genommen wird. Auch dies wird zwar überwiegend unter Verweis auf § 4 Abs. 2 WpÜG und daraus resultierend auf ein fehlendes subjektiv-öffentliches Recht im Rahmen des WpÜG abgelehnt.⁵³⁴ Nach hier vertretener Ansicht hindert § 4 Abs. 2 WpÜG jedoch das Bestehen subjektiv-öffentlicher Rechte nicht.⁵³⁵

So kommt die Herleitung eines subjektiv-öffentlichen Rechts der Aktionäre der Zielgesellschaft jedenfalls aus den Regelungen des § 11 WpÜG in Betracht, der als zentrale Vorschrift zur Sicherung des Transparenzgebots den Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft bezweckt.⁵³⁶ Sowohl die Einzelregelungen des § 11 WpÜG, allen voran die Regelungen des § 11 Abs. 1 S. 2 bis 4 WpÜG, als auch der Schadensersatzanspruch der das Angebot annehmenden Aktionäre aus § 12 WpÜG zeigen, dass § 11 WpÜG in erster Linie die Aktionäre der Zielgesellschaft schützt. Mithin stellt diese Regelung eine Schutznorm im Sinne der Schutznormtheorie dar

⁵³⁰ Dolde, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (393).

⁵³¹ Dolde, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (394).

⁵³² Z.B. *OLG Frankfurt/Main*, ZIP 2003, S. 1251 ff.; *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (353 ff.); *Ihrig*, ZHR 167 (2003), S. 315 (335).

⁵³³ So z.B. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337, (353 ff.).

⁵³⁴ *OLG Frankfurt/Main*, ZIP 2003, S. 1251 ff.; *Ihrig*, ZHR 167 (2003), S. 315 (335); *Dolde*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (396 ff.).

⁵³⁵ Siehe oben Teil 3.B.III.5.b.

⁵³⁶ Siehe oben Teil 3.B.III.1.a.

und vermittelt ein subjektiv-öffentliches Recht, das den betroffenen Aktionären im Falle der Gestattung eines fehlerhaften Angebots einen Anspruch auf dessen Untersagung einräumt.

(3) Rechtsschutz der Aktionäre bei Stellungnahmen des Vorstandes oder Aufsichtsrates der Zielgesellschaft

Ebenfalls der Sicherung der Vermögensposition der Aktionäre der Zielgesellschaft dient die Regelung des § 27 WpÜG.⁵³⁷ Daher können diese entgegen der überwiegenden Ansicht bei rechtswidrigen Maßnahmen der BaFin gegen Stellungnahmen des Vorstandes oder Aufsichtsrates der Zielgesellschaft sowohl als Drittbetroffene den verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz des WpÜG in Anspruch nehmen als auch ein Einschreiten der BaFin gegen fehlerhafte Stellungnahmen beanspruchen.⁵³⁸

(4) Rechtsschutz im Zusammenhang mit der Überprüfung der Gegenleistung

Der Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft hinsichtlich Maßnahmen der BaFin oder deren Unterlassung bei der Überprüfung der Gegenleistung entspricht dem Rechtsschutz, der im Zusammenhang mit der Überprüfung der Angebotsunterlage besteht. Im Ergebnis besteht daher auch hier – entgegen verbreiteter Ansicht – umfassender Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft.

(5) Rechtsschutz bei pflichtwidrig unterlassenem Pflichtangebot

Entsprechend dem Schutzzweck des § 35 WpÜG steht den Aktionären der Zielgesellschaft auch Anspruch auf Einschreiten der BaFin nach § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG bei pflichtwidrig unterlassenem Pflichtangebot zu.⁵³⁹ Zutreffend wird nahezu einhellig der öffentlich-rechtliche Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft bei

⁵³⁷ *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (359).

⁵³⁸ A.A. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (358 ff.).

⁵³⁹ *Steinmeyer/Häger*, in Steinmeyer/Häger, § 4 Rn. 17; a.A. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (366).

Befreiungsanordnung der BaFin vom Pflichtangebot bejaht.⁵⁴⁰ Begründet wird dies damit, dass es sich hierbei um einen zivilrechtsgestaltenden Verwaltungsakt handle, der nicht bloßer Rechtsreflex sei.⁵⁴¹

(6) Rechtsschutz im Zusammenhang mit dem Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG

Schließlich besteht öffentlich-rechtlicher Rechtsschutz der Aktionäre nach der hier vertretenen Auffassung und entgegen der überwiegenden Meinung in der Literatur auch bei Maßnahmen der BaFin im Zusammenhang mit dem Neutralitätsgebot nach § 33 WpÜG, sofern hierdurch die Aktionäre beschwert oder in ihren subjektiv-öffentlichen Rechten verletzt sind.

(7) Einstweiliger Rechtsschutz

Zur Frage des einstweiligen Rechtsschutzes enthält das WpÜG nur die Regelung des § 50 Abs. 3 WpÜG. Das OLG Frankfurt am Main hat aber darüber hinaus in dem *ProSiebenSat.1*-Verfahren entschieden, dass weitere Eilmaßnahmen zuzulassen sind, „wenn ein dringendes Bedürfnis für ein unverzügliches Einschreiten besteht, welches ein Abwarten bis zur endgültigen Entscheidung nicht gestattet, weil diese zu spät käme, die Interessen nicht mehr genügend wahren würde und eine Entscheidung im Sinne der zunächst vorläufigen Maßregeln wahrscheinlich ist“.⁵⁴² Dies ist aus Gründen effektiven Rechtsschutzes zutreffend und nach Art. 19 Abs. 4 GG auch geboten.

⁵⁴⁰ Siehe die Nachweise bei *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (367).

⁵⁴¹ *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (367).

⁵⁴² *OLG Frankfurt/Main*, ZIP 2003, S. 1297 (1298).

c) Zivilrechtsschutz

Neben dem öffentlich-rechtlichen Rechtsschutz steht den Aktionären der Zielgesellschaft der Rechtsweg zu den Zivilgerichten offen.⁵⁴³ Ansprüche ergeben sich aus dem zwischen den Aktionären und dem Bieter durch die Angebotsannahme abgeschlossenen (Aktien-)Kauf bzw. (Aktien-)Tauschvertrag, aus dem vorvertraglichen Vertrauensverhältnis, welches durch die Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots und durch das Angebot begründet wird, sowie aus dem Deliktsrecht.

(1) Rechtsschutz bei Untersagung des Angebots

Zivilrechtlich relevant wird die Untersagung des Angebots durch die BaFin nur, wenn eine solche Untersagung trotz einer fehlerhaften Angebotsunterlage rechtswidrig ausbleibt. Denn erst dann kommen Unterlassungs- und Schadensersatzansprüche der Aktionäre wegen fehlerhafter Angebotsunterlage in Betracht.⁵⁴⁴

(2) Rechtsschutz bei Gestattung der fehlerhaften Angebotsunterlage

Der Bieter kann von den Aktionären der Zielgesellschaft zunächst auf Unterlassung der Angebotsabgabe oder deren Berichtigung aus dem quasinegatorischen Unterlassungsanspruch (§§ 823 Abs. 2, 1004 BGB analog i.V.m. § 11 WpÜG oder anderen verletzten Schutzgesetzen) in Anspruch genommen werden.⁵⁴⁵ Im Ergebnis wird man von einem Schutzgesetzcharakter z.B. des § 11 WpÜG ausgehen dürfen.⁵⁴⁶

⁵⁴³ Vgl. dazu *Simon*, Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG, S. 318 ff. Zum am 01.11.2005 in Kraft getretenen Kapitalanleger-Musterverfahren siehe dort S. 328 ff.

⁵⁴⁴ Siehe dazu nachfolgend (2).

⁵⁴⁵ Mangels Vorliegens einer geschützten Rechtsposition kommt ein quasinegatorischer Unterlassungsanspruch i.V.m. § 823 Abs. 1 BGB nicht in Betracht.

⁵⁴⁶ So auch *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (357) m.w.N.

Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Angebotsunterlagen gewährt § 12 WpÜG.⁵⁴⁷ Der Anspruch steht allerdings nur denjenigen Aktionären zu, die das Angebot angenommen haben. Dabei wird wegen § 12 Abs. 2 WpÜG regelmäßig nur im Falle der grob fahrlässigen Unkenntnis von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit ein Schadensersatzanspruch gegeben sein.

Im Übrigen können Schadensersatzansprüche aus culpa in contrahendo unter den Voraussetzungen der §§ 311 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB bestehen, sowie deliktsrechtliche Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. mit § 11 WpÜG und aus § 826 BGB. Dabei wird wegen § 12 Abs. 2 WpÜG wohl auch hier mindestens grobe Fahrlässigkeit zu fordern sein.⁵⁴⁸

(3) Rechtsschutz der Aktionäre bei Stellungnahmen des Vorstandes oder Aufsichtsrates der Zielgesellschaft

Da auch dem § 27 WpÜG Schutzgesetzcharakter zugunsten der Aktionäre zukommt, stehen den Aktionären der Zielgesellschaft gegen fehlerhafte Stellungnahmen Ansprüche auf Unterlassung bzw. Berichtigung aus dem quasinegatorischen Anspruch zu.⁵⁴⁹

Schadensersatzansprüchen aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 27 WpÜG steht nicht entgegen, dass das WpÜG weder in § 12 WpÜG, noch an anderer Stelle Schadensersatzansprüche wegen der Verletzung der Pflichten aus § 27 WpÜG gewährt. § 12 WpÜG schließt nach seinem Abs. 6 schon für den von ihm geregelten Bereich anderweitige vertragliche oder deliktische Ansprüche nicht aus, so dass erst recht für die Verletzung anderweitiger Schutzgesetze aus dem WpÜG nicht angenommen werden kann, dass das Gesetz die zivilrechtliche Haftung abschließend regelt.⁵⁵⁰

⁵⁴⁷ Siehe zu den Voraussetzungen des Schadensersatzanspruchs oben Teil 3.B.III.1.a.(3).

⁵⁴⁸ Vgl. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (358).

⁵⁴⁹ Vgl. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (359).

⁵⁵⁰ So auch *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (360).

Die Ansprüche wegen Verletzung der Pflicht aus § 27 WpÜG werden um Schadensersatzansprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft gegen deren Organmitglieder erweitert, die sich aus der Verletzung der Treuepflicht gegenüber den Aktionären ergeben können.⁵⁵¹

(4) Rechtsschutz im Zusammenhang mit dem Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG

Bei Verstößen gegen § 33 WpÜG können sich die Aktionäre der Zielgesellschaft hiergegen mit quasinegatorischen Ansprüchen sowohl in Verbindung mit § 823 Abs. 1 BGB als auch mit § 823 Abs. 2 BGB wehren. Denn solche Verstöße verletzen nicht nur ein Schutzgesetz, sondern betreffen auch das als sonstiges Recht im Sinne des § 823 Abs. 1 BGB geschützte Mitgliedschaftsrecht der Aktionäre.⁵⁵² Dabei muss es sich aber im Falle des § 823 Abs. 1 BGB um Verstöße gegen die Kompetenzordnung handeln, was durch bloße Geschäftsleitungsmaßnahmen nicht erfolgen kann. Grund hierfür ist, dass ausschließlich Kompetenzverstöße das Mitgliedsrecht betreffen.

Die Aktionäre der Zielgesellschaft finden Rechtsschutz auch in Form der Anfechtungsklage gegen Hauptversammlungsbeschlüsse, die zu Maßnahmen nach § 33 Abs. 2 WpÜG ermächtigen. Im Falle einer Vereitelung der Übernahme wird letztlich auch an Schadensersatzansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 33 WpÜG bzw. § 60 Abs. 1 Nr. 8 WpÜG zu denken sein.

(5) Rechtsschutz im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot

Hat ein Aktionär der Zielgesellschaft das Angebot des Bieters angenommen, so steht ihm ein vor den ordentlichen Gerichten einklagbarer Anspruch auf Zahlung der Gegenleistung (bzw. einer etwaig erhöhten Gegenleistung nach § 31 Abs. 4

⁵⁵¹ Vgl. *Hirte*, in *Hirte/v. Bülow*, § 27 Rn. 27, str.

⁵⁵² Vgl. *Seibt*, in *Henze/Hoffmann-Becking*, S. 337 (371).

WpÜG) zu.⁵⁵³ Hinzukommen kann ein Anspruch auf Nachbesserung nach § 31 Abs. 5 WpÜG.⁵⁵⁴ Schließlich können Sekundäransprüche der Aktionäre der Zielgesellschaft bestehen, etwa im Falle einer Anfechtung der Annahmeerklärung oder bei Fehlerhaftigkeit der als Gegenleistung übertragenen Aktien.

(6) Rechtsschutz bei unterbliebenem Pflichtangebot

Allgemein wird auch bei unterbliebenem Pflichtangebot das Recht der Aktionäre der Zielgesellschaft bejaht, von dem zur Abgabe des Pflichtangebots verpflichteten Bieter Zug um Zug gegen Andienung der Aktien eine angemessene Gegenleistung i.S.v. § 31 Abs. 1 WpÜG zu verlangen. Die Herleitung des Anspruchs ist strittig; sie erfolgt entweder aus § 35 WpÜG selbst oder aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 35 WpÜG.⁵⁵⁵ Daneben besteht zu Gunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft der Zinsanspruch aus § 38 WpÜG sowie die Möglichkeit, das Ruhen der Rechte des Bieters aus seinen Aktien an der Zielgesellschaft nach § 59 WpÜG feststellen zu lassen.

(7) Einstweiliger Rechtsschutz

Auch im zivilrechtlichen Rechtsschutz bestehen Möglichkeiten des einstweiligen Rechtsschutzes nach den allgemeinen Bestimmungen.

d) Rechtliche Würdigung der Regelungen zum Rechtsschutz der Aktionäre

Der Umfang des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes nach dem WpÜG ist umstritten und damit noch ungeklärt. Dabei ist vor allem auch der den Minderheitsaktionären der Zielgesellschaft zukommende einstweilige Rechtsschutz streitig. Man wird jedoch feststellen können, dass ein Rechtsschutz nach überwiegender Meinung nur sehr begrenzt gegeben ist, da die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht zu den ursprünglich Beteiligten des Verfahrens vor der BaFin gehören und dazu in

⁵⁵³ Siehe oben Teil 3.B.III.4.a bis c.

⁵⁵⁴ Siehe oben Teil 3.B.III.4.c.

⁵⁵⁵ Vgl. *Seibt*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 337 (369).

aller Regel auch nicht erkoren werden. Einen Ausnahmefall bildet das Verfahren über die Befreiung vom Pflichtangebot, wo die Aktionäre der Zielgesellschaft als Betroffene eines zivilrechtsgestaltenden Verwaltungsaktes als Verfahrensbeteiligte angesehen werden. Dies wurde bislang von dem zuständigen OLG Frankfurt am Main jedoch noch nicht ausdrücklich bestätigt.

Die Verfahren in Sachen *Wella* und *ProSiebenSat.1* haben gezeigt, dass ein Bedürfnis der Aktionäre der Zielgesellschaft, insbesondere der institutionellen Anleger, an einer Beteiligung am Verfahren vor der BaFin vorhanden ist. An dieser Stelle erfährt der Schutz der Minderheitsaktionäre eine deutliche Schwächung. Aus Sicht des Finanzinvestors kann diese Schwächung des Minderheitenschutzes jedoch andererseits die Durchführung von Übernahmeverfahren nur begünstigen, da dadurch entsprechende Verzögerungs- oder Prozesskosten-Risiken erheblich verringert werden. Selbst wenn dieser Zustand zugunsten der Finanzinvestoren und zulasten der Minderheitsaktionäre hingenommen werden soll, so ist dennoch eine Überarbeitung der einschlägigen Regelungen angesichts der bestehenden Unklarheiten zu wünschen.⁵⁵⁶ Inwieweit es an dieser Stelle aus Gründen der Stärkung eines Minderheitenschutzes notwendig sein wird, bei einer Gesetzesänderung den aus der hier vertretenen Auffassung folgenden Umfang eines verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes der Aktionäre der Zielgesellschaft gesetzlich zu bestätigen, wird in erster Linie von der Praxis der BaFin abhängen.

Dagegen scheint der Zivilrechtsschutz eine ausreichende Absicherung der Interessen der Aktionäre zu gewährleisten. Dies kann eine restriktive Handhabung des Verwaltungsrechtsschutzes durchaus rechtfertigen, da die anzustrebenden Ziele häufig auch mit Unterlassungs- und Leistungsklagen erreicht werden können.

⁵⁵⁶ So auch *Dolde*, in Henze/Hoffmann-Becking, S. 377 (399).

IV. Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?

These 10:

Die Private Equity-Branche profitiert grundsätzlich von der Einführung des WpÜG, da dessen Regelungen den Prozess der Übernahme einer Gesellschaft in vorhersehbare Bahnen lenkt.

Für Finanzinvestoren sind insbesondere die Planbarkeit des zeitlichen Rahmens sowie die Kalkulierbarkeit des finanziellen Aufwandes einer Transaktion von besonderer Bedeutung, da diese ohne eine entsprechende detaillierte Planung Investoren häufig nicht von der Rentabilität einer Transaktion und damit von einer entsprechenden Investition zu überzeugen sind. Minderheitsaktionären dagegen kommt es im Rahmen ihrer Investitionsentscheidung insbesondere darauf an, vor ungewünschten Kontroll- und damit Strategiewechseln „ihrer“ Gesellschaft geschützt zu sein bzw. in einem solchen Falle die einmal getroffene Investitionsentscheidung zu angemessenen Konditionen rückgängig zu machen. Beiden Bedürfnissen tragen die Vorschriften des WpÜG ausreichend Rechnung:

Zum einen sind die getroffenen Regelungen zum Ablauf des Verfahrens in zeitlicher sowie in organisatorischer Hinsicht einerseits sowie zur Mindesthöhe der an die Minderheitsaktionäre zu zahlenden Gegenleistung für die von der Übernahme betroffenen Aktien andererseits geeignet, die für die Private Equity-Branche und damit für Finanzinvestoren erforderliche Plan- und Kalkulierbarkeit einer Investition in ein börsennotiertes Unternehmen herzustellen. Zwar ist grundsätzlich jede gesetzliche Regelung, die das Übernahmeverfahren für den Finanzinvestor verteuert – wie beispielsweise die Regelungen zum Pflichtangebot und zur Gegenleistung – geeignet, diesen von seinem Vorhaben abzuhalten. Im Ergebnis wird dieser Umstand möglicherweise aber auch zur Folge haben, dass Übernahmen verhindert werden, die lediglich eine Zerschlagung oder Ausschachtung von Unternehmen

zum Ziel haben, ohne dass damit anderweitige unternehmerische Ziele verfolgt würden. Dies erscheint durchaus wünschenswert.

Zum anderen sind – wie vorstehende Untersuchungen gezeigt haben – die Minderheitsaktionäre durch die Regelungen zur Transparenz, dem Pflichtangebot, der Mindestpreisregelung, den Abwehrmaßnahmen sowie die bestehenden Rechtsschutzmöglichkeiten vor einer Übervorteilung durch den Finanzinvestor im Rahmen einer hinreichend geschützt. Diese werden daher im Vorfeld einer Investitionsentscheidung nicht davon abgehalten, in eine börsennotierte Gesellschaft zu investieren, welche künftig möglicherweise Zielgesellschaft im Rahmen eines Übernahmeangebots wird.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Regelungen des WpÜG die widerstreitenden Interessen des Investors und der Minderheitsaktionäre ausgewogen berücksichtigen. Sie schaffen einen ordnungspolitischen Rahmen, der zwar tendenziell den Bieter aufgrund höherer Kosten belastet, andererseits jedoch die Rechte der Aktionäre stärkt und die Transparenz des Angebots erhöht.⁵⁵⁷ Da jedoch im Ergebnis die durch das Gesetz für den Investor entstehenden Kosten regelmäßig kalkulierbar sind, werden die Regelungen wünschenswerte Transaktionen durch Finanzinvestoren nicht verhindern können. Im Gegenteil: da entsprechend feststehende Regelungen Going Private Transaktionen für potentielle Käufer attraktiver machen,⁵⁵⁸ belebt das WpÜG den Markt für Unternehmenskontrolle und begünstigt dementsprechend die Ausnutzung möglicher Synergien und das Absenken von Agency-Kosten.⁵⁵⁹

Inwieweit die Vorschriften des WpÜG unter Aushöhlung des Minderheitenschutzes umgangen werden können, ist noch nicht geklärt, wird aber bereits diskutiert.⁵⁶⁰ So wird beispielsweise die Frage aufgeworfen, ob der Anwendungsbereich des WpÜG auch dann eröffnet ist, wenn Bieter und Zielgesellschaft auf eine neu

⁵⁵⁷ Börsen-Zeitung, 28.06.2006, Interview mit Dr. Arndt Stengel (Verf.: *Becker*).

⁵⁵⁸ Inside Private Equity, März 2002, S. 1 (Verf.: *Jeremy P. Golding*, Golding Capital Partners).

⁵⁵⁹ *Liekefett*, RIW 2004, S. 824 (826).

zu gründende NewCo AG verschmolzen werden und der Bieter nach der Verschmelzung die Kontrolle über die NewCo AG erlangt. Dies wäre jedoch nur dann der Fall, wenn die NewCo AG als „Zielgesellschaft“ im Sinne des WpÜG zu qualifizieren sein würde, deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Dagegen spricht, dass eine Börsennotierung der NewCo AG und damit eine Börsenzulassung ihrer Aktien zum Zeitpunkt der Verschmelzung – mithin zum Zeitpunkt des Kontrollerwerbs – noch nicht gegeben ist; eine solche Zulassung erfolgt in der Regel erst kurz nach der Verschmelzung. Die BaFin scheint die Auffassung zu vertreten, dass eine Transaktionsstruktur, bei der die NewCo AG erst nach erstmaliger Zulassung ihrer Aktien zum Börsenhandel zu einer Zielgesellschaft wird, nicht den Regelungen des WpÜG unterfällt. Diese Frage wurde durch die Rechtsprechung bislang jedoch nicht geklärt.⁵⁶¹

⁵⁶⁰ Vgl. *Sißmann*, WM 2003, S. 1453 (1454 ff.).

⁵⁶¹ Vgl. zu weiteren Fallgestaltungen *Sißmann*, WM 2003, S. 1453 (1454 ff.).

C. Die Techniken des Going Private Verfahrens

Nach erfolgreicher Übernahme des Zielunternehmens erfolgt im Rahmen einer Going Private Transaktion in einem dritten Schritt die Anwendung einer Going Private Technik.

Rechtlich kann das Delisting im Sinne eines Going Private auf dreierlei Weise erreicht werden: Zum einen besteht die Möglichkeit, den Widerruf einer Zulassung zu den Segmenten Amtlicher oder Geregelter Markt bei der jeweils zuständigen Börse zu beantragen. Dieser auf Antrag des Emittenten herbeigeführte Börsenrückzug wird als „Reguläres Delisting“ bezeichnet.⁵⁶² Zum anderen lässt sich die Beendigung der Börsennotierung durch gesellschafts- oder umwandlungsrechtliche Maßnahmen herbeiführen, indem Tatsachen geschaffen werden, die zu einem Wegfall börsenzulassungsfähiger Aktien führen. Diese Maßnahmen, die eine weitere Zulassung der Anteile des Unternehmens zum Börsenhandel unmöglich machen, nennt man „Kaltes Delisting“.⁵⁶³ Dritte Möglichkeit der Realisierung eines Börsenrückzugs ist die Durchführung eines Squeeze-Out Verfahrens. Nach dessen Abschluss liegen die Aktien der Gesellschaft allein in der Hand eines Großaktionärs, so dass kein Börsenhandel mehr stattfindet. Dies führt im Ergebnis ebenfalls zu einer Einstellung der Notierung der Aktien der Gesellschaft.

Allen Techniken zum vollständigen Rückzug von der Börse ist gemein, dass die Entscheidung für den Rückzug durch einen Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären getragen werden muss, die über einen hohen Aktienanteil an der Zielgesellschaft verfügen. So müssen beim Delisting nach einem Squeeze-Out ebenso wie bei einem kalten Delisting nach Eingliederung mindestens 95% der Aktien in der Hand eines Mehrheitsaktionärs liegen. Andere Formen des kalten Delistings erfordern regelmäßig eine gesellschaftsrechtliche Strukturänderung, die ihrerseits einen mit einer Mehrheit von Dreivierteln der abgegebenen Stimmen zu fassenden

⁵⁶² Streit, ZIP 2002, S. 1279 (1280); Pluskat, WM 2002, S. 833 (844); Even/Vera, DStR 2002, S. 1315 (1317).

⁵⁶³ Even/Vera, DStR 2002, S. 1315 (1317); Streit, ZIP 2002, S. 1279 (1280).

Hauptversammlungsbeschluss voraussetzt. Welche Mehrheit für den Beschluss der Hauptversammlung zu einem regulären Delisting erforderlich ist, ist, wie nachfolgend dargestellt, weder gesetzlich noch durch die Rechtsprechung abschließend geklärt.⁵⁶⁴ Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass das Delisting durch die Zulassungsstelle an Anlegerschutz Gesichtspunkten gemessen wird, so dass dessen Erfolgsaussichten mit abnehmendem Aktienanteil der Minderheitsaktionäre steigt.

I. Reguläres Delisting

These 11:

Der BGH hat die Anforderungen an ein reguläres Delisting deutlich zu Lasten der rückzugswilligen Unternehmen/Finanzinvestoren verschärft. Die Interessen der Minderheitsaktionäre scheinen zwar nunmehr ausreichend gewahrt – einem Finanzinvestor wurde die Durchführung eines regulären Delisting allerdings deutlich erschwert.

Unter einem regulären Delisting ist ein auf Antrag der notierten Aktiengesellschaft durchgeführter Widerruf der Zulassung ihrer Aktien zum Börsenhandel zu verstehen. Der Widerruf der Zulassung durch die Zulassungsstelle der jeweiligen Börse erfolgt nach § 38 Abs. 4 S. 1 BörsG als „actus contrarius“⁵⁶⁵ zur Zulassung, und ist, ebenso wie die vorangegangene Zulassung dieser Wertpapiere zum Börsenhandel selbst, ein Verwaltungsakt.⁵⁶⁶ Rechtliche Grundlagen dieses Verwaltungsakts sind das Börsengesetz sowie, ergänzend hierzu, die jeweiligen Börsenordnungen der von dem Rückzug betroffenen Börsen. Hierbei konkretisieren letztere den im Rahmen der Ermessensentscheidung zu berücksichtigenden kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz und regeln typische Fälle, in denen der Anlegerschutz dem

⁵⁶⁴ Siehe hierzu unten Teil 3.C.I.2.b.

⁵⁶⁵ Kruse, BB 2000, S. 2271 (2271).

⁵⁶⁶ Das reguläre Delisting von Amts wegen, welches nach § 38 Abs. 3 i.V.m. § 42 S. 2 BörsG dann in Betracht kommt, wenn ein Emittent seine Zulassungsfolgepflichten nicht erfüllt, soll im Folgenden nicht Gegenstand der Untersuchung sein.

Widerruf der Zulassung nicht entgegensteht.⁵⁶⁷ Neben den dort festgeschriebenen kapitalmarktrechtlichen Anforderungen wurden durch die Rechtsprechung zum regulären Delisting weitere gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen aufgestellt.

Nachstehend werden zunächst die kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen sowie der Verfahrensablauf eines regulären Delistings dargestellt, während im Anschluss daran eine Wertung der Regelungen im Hinblick auf einen angemessenen Interessenausgleich zwischen den Interessen der Finanzinvestoren einerseits und denjenigen der Minderheitsaktionäre andererseits erfolgt.

1. Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen

Die kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen des regulären Delistings ergeben sich aus § 38 Abs. 4 BörsG. Diese Vorschrift ermöglicht es der jeweiligen Wertpapierbörse, die Zulassung von Wertpapieren zum Amtlichen oder Geregelten Markt auf Antrag des Emittenten zu widerrufen. Hierbei steht der Widerruf im pflichtgemäßen Ermessen der Zulassungsstelle der jeweiligen Wertpapierbörse, wobei zu berücksichtigen ist, dass der Widerruf dem Schutz der Anleger nicht widersprechen darf. Aus der gesetzlichen Regelung des § 38 Abs. 4 BörsG ergibt sich jedoch nicht, wann diese Voraussetzung erfüllt ist. Vielmehr hat der Gesetzgeber die Konkretisierung dieser Frage den jeweiligen Börsen überlassen,⁵⁶⁸ welche dementsprechend in ihren Börsenordnungen typisierte Tatbestände aufgestellt haben, bei deren Vorliegen ein reguläres Delisting dem Anlegerschutz nicht widerspricht. Diese Tatbestände der Börsenordnungen waren bis 2002 größtenteils identisch und sahen insbesondere die folgenden zwei Voraussetzungen vor:

- Die Notierung der Aktien wird an einer in- oder ausländischen Börse fortgeführt.

⁵⁶⁷ Heidelberg, in Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, § 38 BörsG Rn. 29.

⁵⁶⁸ Vgl. Heidelberg, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 29.

- Den Aktionären wurde vor dem Delisting ein öffentliches Kaufangebot unterbreitet.

Neben diesen beiden Ausnahmetatbeständen, in denen ein Delisting nicht dem Anlegerschutz widersprechen sollte, wurde im Jahr 2002 in der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse ferner eine Fristenregelung zum regulären Delisting eingeführt. Danach sollte der Widerruf auch dann nicht dem Anlegerschutz entgegenstehen, wenn zwischen seiner Bekanntgabe und dem Wirksamwerden des Widerrufs ein ausreichender Zeitraum von mindestens 6 Monaten liegt. Diese Regelung wurde zwischenzeitlich in der *Macrotron*-Entscheidung des Bundesgerichtshofes⁵⁶⁹ als im Hinblick auf den Anlegerschutz ungenügend gewertet.

a) Die Regelung des § 38 Abs. 4 BörsG

Bis zum Inkrafttreten der dem § 38 Abs. 4 BörsG vorausgegangenen Regelung des § 43 Abs. 4 BörsG a.F. am 1.4.1998 war das reguläre Delisting gesetzlich nicht geregelt. Zulässigkeit und Voraussetzungen wurden kontrovers diskutiert und restriktiv gehandhabt.⁵⁷⁰ Die neue Regelung des § 43 Abs. 4 BörsG a.F. sollte diese Unsicherheiten beseitigen und den Emittenten Planungssicherheit beschermen.⁵⁷¹ Der heutige § 38 Abs. 4 BörsG ist mit § 43 Abs. 4 BörsG a.F. nahezu wortgleich.

Lässt man die zu treffende Ermessensentscheidung der Zulassungsstelle nach § 38 Abs. 4 S. 2 BörsG über den Widerruf der Börsenzulassung außer Acht,⁵⁷² sind die Voraussetzungen des § 38 Abs. 4 BörsG unproblematisch. Erforderlich ist zunächst ein Antrag des Emittenten (§ 38 Abs. 4 S. 1 BörsG), der vom Vorstand des Emittenten in vertretungsberechtigter Zahl zu unterzeichnen ist.⁵⁷³ Nach der daraufhin zu treffenden Ermessensentscheidung der jeweiligen Börse unter Berücksichtigung

⁵⁶⁹ BGH, AG 2003, S. 273 (275) – *Macrotron*; hierauf und auf die Konsequenzen wird näher eingegangen unten Teil 3.C.I.1.c.

⁵⁷⁰ Vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 3.

⁵⁷¹ Vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 3.

⁵⁷² Siehe hierzu unten Teil 3.C.I.1.b.

⁵⁷³ Vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 44.

sichtigung des Anlegerschutzes⁵⁷⁴ hat die Zulassungsstelle den Widerruf unverzüglich auf Kosten des Emittenten in mindestens einem überregionalen Börsenblatt zu veröffentlichen (§ 38 Abs. 4 S. 3 BörsG). Hierbei besteht die Möglichkeit, den Widerruf erst nach Ablauf einer bestimmten Frist, deren Lauf mit der Veröffentlichung nach § 38 Abs. 4 S. 3 BörsG beginnt und ein Maximum von zwei Jahren nicht überschreiten darf, wirksam werden zu lassen (§ 38 Abs. 4 S. 4 BörsG).

b) Die Ermessensentscheidung gemäß § 38 Abs. 4 BörsG

Kontrovers diskutiert und problematisch ist jedoch die Regelung des § 38 Abs. 4 S. 2 BörsG, wonach der Widerruf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf. Dieser Grundsatz bildet den wesentlichen Maßstab der von der Zulassungsstelle zu treffenden Ermessensentscheidung. Das Gesetz selbst lässt jedoch völlig offen, unter welchen Umständen der Anlegerschutz durch einen Widerruf nicht verletzt wird. Dies hat in der Vergangenheit zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit geführt, die insbesondere in der Frage mündete, ob sich der ausreichende Anlegerschutz ausschließlich an kapitalmarktrechtlichen Gesichtspunkten zu orientieren hat oder ob auch der gesellschaftsrechtliche Schutz der Anleger zu berücksichtigen ist.⁵⁷⁵

Bevor auf diese Problematik und die Auswirkungen der bereits erwähnten *Macrotron*-Entscheidung des BGH⁵⁷⁶ auf die Ermessensentscheidung der Börsenzulassungsstelle im Rahmen des § 38 Abs. 4 BörsG näher eingegangen wird, soll im Nachfolgenden zunächst die Interessenlage der Anleger einerseits und die des Emittenten andererseits beim regulären Delisting untersucht werden. Hierbei soll insbesondere der grundrechtliche Schutz der Rechtspositionen der Anleger betrachtet werden. Im Rahmen der dann folgenden Untersuchung soll die Frage des bei der Ermessensentscheidung der Börsenzulassungsstelle zu berücksichtigenden

⁵⁷⁴ Siehe hierzu unten Teil 3.C.I.1.b; dem Emittenten steht hierbei lediglich ein Anspruch auf ermessensfehlerfreie Entscheidung zu, vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 46; *Oetker/Heise*, in Richard/Weinheimer, S. 351 (359).

⁵⁷⁵ Vgl. *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1281 Fn. 42).

⁵⁷⁶ *BGH*, AG 2003, S. 273 (275) – *Macrotron*.

angemessenen Interessenausgleichs unter Einbeziehung der einen solchen Interessenausgleich bezweckenden *Macrotron*-Entscheidung des BGH beleuchtet werden.

(1) Interessen der Anleger

Das Interesse der Anleger wird regelmäßig auf Fortdauer der Börsenzulassung gerichtet sein.⁵⁷⁷ Dies hat folgende Gründe:

(a) Verlust der Veräußerungsmöglichkeit über die Börse

An erster Stelle steht das Interesse der Anleger, die Veräußerungsmöglichkeit ihrer Aktien über die Börse nicht zu verlieren. Diese Fungibilität der Aktie, die mit einem Delisting entfällt, wurde bereits oben als primäres Interesse der Aktionäre identifiziert.⁵⁷⁸ Möglicherweise weiterhin bestehende Verkaufsmöglichkeiten im Freiverkehr oder über das Internet bieten keine Sicherheit, marktgerechte Preise zu erzielen, und stellen daher keinen adequaden Ersatz für die Börsennotierung dar.⁵⁷⁹ Unabhängig davon wird schon die Ankündigung eines Delistings regelmäßig zu einem Kursverfall führen, was die Veräußerungsmöglichkeit der Aktien zu marktgerechten und angemessenen Preisen ebenfalls erheblich einschränkt.⁵⁸⁰

(b) Verlust der Kontrolle des Unternehmens durch Publizitäts- und Rechnungslegungspflichten

Ebenfalls aufgezeigt wurden bereits die im Interesse der Aktionäre liegenden, mit der Börsennotiz einhergehenden Publizitäts- und Rechnungslegungspflichten des Unternehmens, welchen die Gesellschaft nach einem Delisting nicht mehr unterliegt.⁵⁸¹ Hinzu kommen die dann fehlenden Informationen, die die Aktionäre im

⁵⁷⁷ Oetker/Heise, in Richard/Weinheimer, S. 351 (359).

⁵⁷⁸ Siehe oben Teil 2.B.II.1.

⁵⁷⁹ Vgl. Heidelberg, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 26.

⁵⁸⁰ Streit, ZIP 2002, S. 1279 (1280).

⁵⁸¹ Siehe oben Teil 2.B.II.2.

Falle einer Börsennotiz dadurch erlangen, dass das Unternehmen einer ständigen Bewertung durch den Markt und seine Teilnehmer unterliegt. Der Wegfall dieser Pflichten erschwert dem Aktionär im Ergebnis die Kontrolle seiner Gesellschaft und damit die Einschätzung des Wertes seiner Beteiligung.⁵⁸²

(c) Verlust des Anlegerschutzes nach den Regelungen des WpHG

Zu berücksichtigen ist weiter, dass sich die Insidervorschriften der §§ 12 ff., 38 ff. WpHG, die einen weiteren Anlegerschutz bewirken, nur auf solche Wertpapiere erstrecken, die dem Amtlichen oder Geregelten Markt oder dem Freiverkehr unterfallen (§ 12 Abs. 1 WpHG). Diesen Schutz verliert der Anleger im Falle eines Delistings ebenfalls.

(2) Schutz der Anlegerinteressen über Art. 14 GG

Diese vorstehend genannten Interessen der Anleger unterliegen insbesondere auch einem verfassungsrechtlichen Schutz. So ist in vorliegendem Zusammenhang und insbesondere im Rahmen der Ermessensentscheidung über den Widerruf der Zulassung insbesondere auch die grundrechtliche Absicherung der Rechtspositionen der Anleger zu berücksichtigen. Nach der Rechtsprechung des BVerfG unterfällt dem Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG auch das in der Aktie verkörperte Anteilseigentum sowohl in seiner mitgliedschaftlichen als auch in seiner vermögensrechtlichen Dimension.⁵⁸³

Dabei schließt es Art. 14 Abs. 1 S. 1 GG nach dieser Rechtsprechung zwar nicht grundsätzlich aus, eine Aktionärsminorität aus der Gesellschaft zu drängen. Vielmehr werden hier die legitimen Interessen des Großaktionärs an einer Reduzierung des durch die Minoritätsaktionäre verursachten (Kosten-)Aufwandes und der Verhinderung potenzieller Schwierigkeiten und Behinderungen bei der Umset-

⁵⁸² Siehe oben Teil 2.B.II.2.

⁵⁸³ BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 (1671).

zung seiner unternehmerischen Ziele anerkannt.⁵⁸⁴ Ermöglicht der Gesetzgeber ein solches Herausdrängen, muss er lediglich einen Schutz der Minderheitenaktionäre implementieren. Dieser Schutz darf sich jedoch auf einen angemessenen Ausgleich der vermögensrechtlichen Position beschränken.⁵⁸⁵

An dem Schutz nach Art. 14 Abs. 1 GG nimmt nach der Rechtsprechung des BVerfG allerdings auch die Verkehrsfähigkeit der Aktie teil.⁵⁸⁶ Wird diese durch das Delisting beeinträchtigt oder aufgehoben, ist dies nur unter den zuvor beschriebenen Voraussetzungen verfassungsrechtlich gerechtfertigt. Namentlich hat auch im Falle eines Delisting ein angemessener Ersatz des Werts der Aktie zu erfolgen.⁵⁸⁷

Nach dieser Rechtsprechung begegnet es somit grundsätzlich keinen verfassungsrechtlichen Bedenken, wenn § 38 Abs. 4 BörsG das reguläre Delisting zulässt und damit die durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Eigentumspositionen der Aktionäre beeinträchtigt. Im Hinblick auf den verfassungsrechtlich geforderten angemessenen Wertausgleich für damit einhergehende Vermögenseinbußen waren jedoch Regelungen wie § 58 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 BörsO FBW, wonach ein Widerruf nach Ablauf einer Frist, in der die Anleger die Möglichkeit zum Verkauf ihrer Anteile hatten, wirksam wird, kaum haltbar.⁵⁸⁸

(3) Interessen des Emittenten

Die Interessen des Emittenten – ebenso wie die Interessen des Finanzinvestors nach einer erfolgreichen Übernahme der Zielgesellschaft – wurden bereits oben beschrieben.⁵⁸⁹ Hier steht insbesondere die Ersparnis der jährlichen Folgekosten der Börsennotiz, die Verringerung der hohen Anforderungen an die Rechnungsle-

⁵⁸⁴ Siehe hierzu oben Teil 2.A.I.3.

⁵⁸⁵ *BVerfG*, ZIP 2000, S. 1670 (1671 f.).

⁵⁸⁶ *BVerfG*, ZIP 2000, S. 1670 (1672); *BGH*, ZIP 2003, S. 387 (389 f.).

⁵⁸⁷ *BGH*, ZIP 2003, S. 387 (390).

⁵⁸⁸ *BGH*, ZIP 2003, S. 387 (390); siehe hierzu ausführlich unten Teil 3.C.I.1.c.

⁵⁸⁹ Siehe oben Teil 1.B.I. und Teil 2.A.I.

gungspflichten, den Ausschluss von Minderheitsaktionären zur Gewinnung größerer unternehmerischer Flexibilität sowie die Verminderung der Publizität mit der damit verbundenen Möglichkeit der „geräuschlosen“ Umstrukturierung im Vordergrund.⁵⁹⁰ Wie bereits erwähnt finden diese Interessen der Emittenten ihre Berücksichtigung im Rahmen der bundesverfassungsgerichtlichen Rechtsprechung zu Art. 14 Abs. 1 GG.⁵⁹¹

(4) Interessenabwägung im Rahmen der Delisting-Entscheidung

Wie dargestellt, wird die der Börsenzulassungsstelle zugewiesene Ermessensentscheidung über den Widerruf der Börsenzulassung durch § 38 Abs. 4 S. 2 BörsG dahingehend konkretisiert, dass der Widerruf nicht dem Anlegerschutz widersprechen darf. Gemäß dieser Regelung hat die Zulassungsstelle eine Interessenabwägung zwischen den Interessen des Antragsstellers und den Interessen der Anleger vorzunehmen. So wird die Zulassungsstelle bei ihrer Ermessensentscheidung zum Börsenwideruf zunächst eine Plausibilitätsprüfung vorzunehmen haben, ob ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluss sowie ein Kaufangebot an die Aktionäre vorliegt.⁵⁹² Hierfür ist ausreichend aber auch erforderlich, dass der Antragssteller entsprechende Nachweise über das Vorliegen des Hauptversammlungsbeschlusses und ein Kaufangebot vorlegt sowie eine Erklärung über die Grundsätze der Kaufpreisermittlung beifügt.⁵⁹³ Eine weitergehende Prüfungspflicht der Zulassungsstelle – insbesondere auch der Höhe des Kaufpreises – wurde bisher verneint.⁵⁹⁴

Bisher konnte man daher davon ausgehen, dass bei Vorliegen einer der ursprünglich in den Börsenordnungen einheitlich geregelten Ausnahmetatbestände – Fortführung der Notierung der Aktien an einer in- oder ausländischen Börse oder Un-

⁵⁹⁰ Vgl. auch *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1280).

⁵⁹¹ Siehe oben Teil 3.C.I.1.b.(2).

⁵⁹² Vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 47; siehe hierzu ausführlich unten Teil 3.C.I.2.

⁵⁹³ Vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 47.

⁵⁹⁴ Vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 47.

terbreitung eines Kaufangebots an die Aktionäre vor dem Delisting – die Zulassungsstelle den Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung positiv bescheiden wird, sofern die von dem BGH aufgestellten Anforderungen – Hauptversammlungsbeschluss und angemessenes Kaufangebot – erfüllt sind.

Es ist jedoch fraglich, ob diese Praxis nach der *Macrotron*-Entscheidung des BGH aufrechterhalten werden kann. Im Rahmen dieser Entscheidung wurde deutlich, dass der BGH die bestehenden Regelungen der Börsenordnungen unter anderem deshalb für im Hinblick auf den Minderheitenschutz unzureichend hält, weil sie nicht zwingend die Erstattung des Wertes der Aktien vorsehen, sondern lediglich die Erstattung eines Betrages, der in einem angemessenen Verhältnis zu dem höchsten Börsenpreis der letzten, vor der Veröffentlichung des Widerrufs liegenden sechs Monate steht.⁵⁹⁵ Hierdurch wird deutlich, dass der BGH den verfassungsrechtlich gebotenen angemessenen Wertausgleich für die Aktien offensichtlich zu einem neben dem Vorliegen eines Hauptversammlungsbeschlusses und eines Kaufangebotes bei der Entscheidung über den Zulassungswiderruf zu berücksichtigenden Kriterium erhebt.

Bei der im Rahmen der Delisting-Entscheidung vorzunehmenden Interessenabwägung zu berücksichtigen ist ferner, ob die Aktien zuletzt überhaupt noch liquide waren;⁵⁹⁶ denn § 38 Abs. 4 BörsG schützt auch das Interesse des Anlegers, zu einem fairen Börsenpreis eine Deinvestitionsentscheidung umsetzen zu können.⁵⁹⁷ Ist jedoch bereits ein Zustand erreicht, in dem bereits eine große Marktenge gegeben ist und nur noch geringe Umsätze in den Aktien vorgenommen werden, kann von einer Veräußerungschance an der Börse nicht mehr gesprochen werden.⁵⁹⁸ Dem Schutzzweck der Norm würde es dann nicht zuwiderlaufen, wenn dem bean-

⁵⁹⁵ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390).

⁵⁹⁶ Vgl. *Heidelberg*, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 47, 27; *VG Frankfurt/Main*, ZIP 2002, S. 1146 (1151).

⁵⁹⁷ So wäre es z.B. denkbar, dass der Delisting-Antrag einer Aktiengesellschaft mit minimalem Free Float, deren Aktionären eine Exitmöglichkeit durch eine Abfindung gemäß § 305 AktG nach Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages angeboten wurde, auch ohne weiteres Pflichtangebot positiv beschieden wird.

⁵⁹⁸ So auch *Krämer/Theiß*, AG 2003, S. 225 (229).

tragten Widerruf stattgegeben wird. Das gilt umso mehr, als dass in derartigen Fällen sogar ein Widerruf der Zulassung von Amts wegen in Betracht kommen wird (§ 38 Abs. 3 BörsG).⁵⁹⁹ Problematisch erscheint jedoch, ob diese zutreffende Ansicht de facto nach der *Macrotron*-Entscheidung Bestand haben kann. Ungeklärt erscheint vor allem die Frage, ob auch in diesen Fällen das vom BGH postulierte „Pflichtangebot“ gefordert werden muss. Dies dürfte nach der BGH-Rechtsprechung, nicht aber nach dem Sinn und Zweck des § 38 BörsG, der Fall sein.

Im Ergebnis wurden durch die sich aus der Rechtsprechung des BGH im Rahmen der *Macrotron*-Entscheidung ergebenden Pflichten, die der BGH dem Emittenten nunmehr im Rahmen eines geplanten Delistings auferlegt, die Planungssicherheit für diesen, die nach dem Willen des Gesetzgebers durch § 38 Abs. 4 BörsG gerade hergestellt werden sollte,⁶⁰⁰ in ihr Gegenteil verkehrt. Diese durch die *Macrotron*-Entscheidung herbeigeführte Rechtsunsicherheit wird – neben den noch zu besprechenden weiteren gesellschaftsrechtlichen Erschwernissen – dazu führen, dass in der Praxis auf die Beantragung eines regulären Delistings verzichtet wird.⁶⁰¹ Dies wird die Bedeutung der übrigen Techniken des Going Privates erhöhen.

c) Die Regelung der Börsenordnungen am Beispiel der FWB

Als Beispiel für eine in Folge der vom Gesetzgeber mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz beabsichtigten Verbesserung der Planungssicherheit für den Emittenten geänderten Regelung zum regulären Delisting in einer Börsenordnung soll im Folgenden ein Blick auf die Fristenregelung des § 58 BörsO FWB geworfen werden – auch wenn deren Bedeutung nach dem vorstehende Gesagten als obsolet erachtet werden muss.

⁵⁹⁹ Heidelberg, in Schwark, § 38 BörsG Rn. 27.

⁶⁰⁰ Siehe oben Teil 3.C.I.1.a.

⁶⁰¹ Vgl. Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225 (241); so auch Lohner, in Deilmann/Lorenz, § 16 Rn. 11.

Nach § 58 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 BörsO FBW steht der Anlegerschutz einem Widerruf insbesondere dann nicht entgegen, wenn den Anlegern nach Bekanntgabe der Widerrufsentscheidung ausreichend Zeit verbleibt, die vom Widerruf betroffenen Wertpapiere über die Börse zu veräußern. Dies gilt insbesondere auch dann, wenn das Wertpapier nach dem Wirksamwerden des Widerrufs an keiner anderen inländischen Börse oder an einem ausländischen organisierten Markt zugelassen ist und gehandelt wird. Als ausreichende Zeit zur Veräußerung der Wertpapiere über die Börse im Sinne dieser Regelung wird nach § 58 Abs. 2 S. 3 BörsO FBW ein Zeitraum von 6 Monaten angesehen, der nach § 58 Abs. 3 BörsO FBW auf Antrag verkürzt werden kann, wenn dies dem Interesse der Anleger nicht zuwiderläuft.

Nach dem eindeutigen Wortlaut des § 58 Abs. 1 S. 2 BörsO FBW – *der Schutz der Anleger steht einem Widerruf insbesondere nicht entgegen* – wird der Zulassungsstelle bei seiner Entscheidung zur Gestattung eines beantragten Delistings bei Vorliegen der dort genannten Voraussetzungen kein Ermessen dahingehend eingeräumt, höhere Anforderungen an den Anlegerschutz zu stellen.⁶⁰² Das gilt vor allem auch für die Anforderung eines Kaufangebots des Emittenten an die Anleger und für eine Verlängerung der Frist nach § 58 Abs. 3 BörsO FBW.⁶⁰³

Diese Fristenregelung des § 58 BörsO FBW hat schon vor der *Macrotron*-Entscheidung des BGH Kritik erfahren, weil sie dem nach dem Börsengesetz (§ 43 Abs. 4 BörsG a.F. bzw. § 38 Abs. 4 BörsG n.F.) vorgeschriebenen Anlegerschutz nicht entspricht.⁶⁰⁴ Diese Kritik wurde von dem BGH im Rahmen seiner genannten Entscheidung bekräftigt. Dennoch hat sich die Frankfurter Wertpapierbörse seither nicht dazu entschlossen, ihre Fristenlösung zu ändern. Damit wird eine konsequente Trennung von öffentlich-rechtlichem Börsenrecht und zivilrechtlichem Gesellschaftsrecht verfolgt. Es soll eine nicht sachgerechte „Mehrgleisigkeit“ von

⁶⁰² Vgl. *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1283).

⁶⁰³ Vgl. *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1283).

⁶⁰⁴ Vgl. *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1284 ff.).

Rechtsmittelverfahren vermieden werden und kein divergierendes Verfahrensergebnis auftreten.⁶⁰⁵

Zu beachten ist jedoch, dass eine Börsenordnung wie die der Frankfurter Wertpapierbörse das vom BGH in seiner *Macrotron*-Entscheidung gesellschaftsrechtlich begründete Erfordernis eines Kaufangebots nicht suspendieren kann.⁶⁰⁶ Ob die diese Fristenregelung zukünftig weiterhin Anwendung finden wird, bleibt daher abzuwarten.⁶⁰⁷

2. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen

Die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des Rückzugs von der Börse sind im Aktiengesetz nicht geregelt. Dies führte in der Vergangenheit dazu, dass in der juristischen Literatur unterschiedliche gesellschaftsrechtliche Anforderungen diskutiert wurden.⁶⁰⁸ Kern der Auseinandersetzung war dabei die Frage, ob und wie die Interessen der Anleger beim regulären Delisting mit Mitteln des Gesellschaftsrechts zu schützen sind oder ob der Minderheitenschutz im Falle eines Delistings in erster Linie kapitalmarktrechtlich zu verwirklichen ist.⁶⁰⁹ In diesem Zusammenhang wurde unter anderem Folgendes gefordert: (i) die Mitwirkung der Hauptversammlung (mit jeweils unterschiedlichen Anforderungen an die Beschlussmehrheit), (ii) eine materielle Beschlusskontrolle, (iii) Berichtserfordernisse des Vorstands an die Hauptversammlung analog § 186 Abs. IV Satz 2 AktG, sowie (iv) Abfindungsrechte der Aktionäre.

⁶⁰⁵ In Sachen *Macrotron* war auch ein Verfahren von dem BVerwG anhängig. Hier hatten die *Macrotron*-Anleger nicht nur gegen den Hauptversammlungsbeschluss, sondern auch gegen die Entscheidung der Börse über den Widerruf der Börsenzulassung geklagt. Das Verfahren vor dem BVerwG musste allerdings – sehr zum Bedauern der Frankfurter Wertpapierbörse, die sich einige klarstellende und weniger restriktive Ausführungen zum Delisting erhofft hatte – im Juni 2003 eingestellt werden, da die Kläger angesichts des zwischenzeitlich eingetragenen Squeeze-Out-Beschlusses nicht mehr klagebefugt waren.

⁶⁰⁶ Vgl. *Streit*, ZIP 2003, S. 392 (395).

⁶⁰⁷ Seit der Neufassung der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse sind bereits einige Delisting-Verfahren abgeschlossen worden (z.B. CompuGroup Holding AG, sowie – nach Insolvenz – Brokat Technologies AG und Pixelnet AG). Weitere Verfahren sind anhängig.

⁶⁰⁸ *Weinheimer/Fritsche*, in *Richard/Weinheimer*, S. 257 m.w.N.

⁶⁰⁹ Vgl. *Krämer/Theiß*, AG 2003, S. 225 (227).

Die Mitwirkungspflicht der Hauptversammlung wurde unterschiedlich begründet. Zum einen wurde auf die zu Grunde liegende Strukturänderung, die zum Wegfall der Börsenzulassung führen soll – und damit auf die Holzmüller-Entscheidung des Bundesgerichtshofs⁶¹⁰ – verwiesen; zum anderen wurde der grundrechtsrelevante Eingriff in die Mitgliedsrechte der Aktionäre hervorgehoben, der nur bei deren Mitwirkung gerechtfertigt sei.⁶¹¹

Mit der *Macrotron*-Entscheidung hat der BGH vorstehend genannten Grundsatzstreit zwischen einer kapitalmarktrechtlichen oder einer gesellschaftsrechtlichen Dominierung des Minderheitenschutzes zugunsten des letzteren entschieden. Hierbei hat der BGH seinerseits gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des regulären Delistings postuliert, wie sie auch zuvor in der Literatur bereits erwogen wurde.⁶¹² Zusammengefasst ist danach zur Durchführung eines regulären Delistings folgendes erforderlich:⁶¹³

Zunächst bedarf es eines Hauptversammlungsbeschlusses, für den die einfache Mehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals ausreicht und der keiner sachlichen Rechtfertigung bedarf.⁶¹⁴ Ferner darf der Widerruf der Zulassung nur nach einem vorangegangenen „Pflichtangebot“ durch die Gesellschaft oder den Großaktionär an die Aktionäre zur Übernahme ihrer Aktien zum Verkehrswert erfolgen.⁶¹⁵ Schließlich kann die Angemessenheit der Gegenleistung im Spruchstellenverfahren überprüft werden.⁶¹⁶ Berichtserfordernisse in Analogie zu § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG bestehen nach der Rechtsprechung des BGH demgegenüber nicht.

⁶¹⁰ BGH, NJW 1982, S. 1703 ff; BGHZ 83, S. 122 – Holzmüller.

⁶¹¹ Hüffer, AktG, § 119 Rn. 24; Vollmer/Grupp, ZGR 1995, S. 459 (471 ff.).

⁶¹² BGH, AG 2003, S. 273 (275) – Makrotron.

⁶¹³ Siehe hierzu auch Lohner, in Deilmann/Lorenz, § 16 Rn. 5.

⁶¹⁴ Siehe unten Teil 3.C.I.2.a.-c.

⁶¹⁵ Siehe unten Teil 3.C.I.2.d.

⁶¹⁶ Siehe unten Teil 3.C.I.2.e.

In der Literatur wurden diese vom BGH aufgestellten gesellschaftsrechtlichen Anforderungen zu Recht differenziert aufgenommen.⁶¹⁷ Hauptkritikpunkte sind dabei der verpflichtende Hauptversammlungsbeschluss, der das Tor für Anfechtungsklagen eröffnet, sowie die fehlende Abstimmung des vom Bundesgerichtshof geforderten so genannten „Pflichtangebots“ zum Verkehrswert mit den Regelungen zu öffentlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, in dessen Rahmen sich der Wert der anzubietenden Gegenleistung an Vorerwerben und am Börsenkurs zu orientieren hat.

a) Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses

Der BGH hat in seiner *Macrotron*-Entscheidung zunächst bestätigt, dass ein reguläres Delisting eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf. Dies wurde daraus hergeleitet, dass dem Aktionär mit dem Rückzug der Gesellschaft aus dem Amtlichen oder Geregelten Markt die Möglichkeit genommen wird, den Wert seiner Aktie jederzeit zu realisieren, was weniger für den unternehmerisch interessierten Großaktionär, sehr wohl jedoch für den allein an einer Kapitalanlage interessierten Minderheits- und Kleinaktionär von Bedeutung ist.⁶¹⁸ Rechtlich verankert hat der BGH dieses Interesse an der Verkehrsfähigkeit der Aktie unter Verweis auf die Rechtsprechung des BVerfG zu Art. 14 Abs. 1 GG. Danach ist die Realisierbarkeit des Verkehrswerts der Aktie ein Element des verfassungsrechtlich geschützten Aktieneigentums.⁶¹⁹

Diese Auffassung des BGH, die im Übrigen auch der zuvor wohl herrschenden Meinung in der Literatur entspricht, ist im Schrifttum im Ergebnis überwiegend begrüßt worden.⁶²⁰ Als unnötig,⁶²¹ problematisch⁶²² oder unzutreffend⁶²³ wird vereinzelt die verfassungsrechtliche Herleitung der Zuständigkeit der Hauptversammlung angesehen, die sich präziser aus § 119 AktG habe herleiten lassen;⁶²⁴ beklagt wird dabei vor allem eine aus der verfassungsrechtlichen Herleitung resultierende

⁶¹⁷ Holzborn, WM 2003, S. 1105 ff.; Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 ff.; Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225 ff.; Pfüller/Anders, NZG 2003, S. 459 ff.; a.A. Streit, ZIP 2003, 392 ff.

Rechtsunsicherheit über die Weite des Zuständigkeitsspektrums der Hauptversammlung.⁶²⁵

Demgegenüber stimmt die hierzu vertretene Gegenmeinung dem BGH zwar in wesentlichen, in der *Macrotron*-Entscheidung getroffenen Feststellungen zu, nicht jedoch in der Schlussfolgerung der Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses zu.⁶²⁶ Es wird begrüßt, dass das Gericht „die Fehlvorstellung der Delisting-Entscheidung als einer Holzmüller-ähnlichen Strukturentscheidung“ ausräume.⁶²⁷ Die von dem BGH verwandte Argumentation, wegen der Relevanz des Delistings für die verfassungsrechtlich geschützte Verkehrsfähigkeit der Aktie sei ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich, wird allerdings als falsch abgelehnt, weil diesbezüglich die einfachgesetzliche Inhalts- und Schrankenbestimmung des Eigentums zu berücksichtigen sei. Dabei wird vor allem auch auf die erheblichen Nachteile des Erfordernisses eines Hauptversammlungsbeschlusses insbesondere aufgrund der dadurch entstehenden erheblichen Verzögerung des Delisting im Falle einer Anfechtung des Beschlusses hingewiesen.⁶²⁸

Bei der Bewertung der Kritik an dem Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses ist zunächst davon auszugehen, dass eine ausdrückliche gesetzliche Regelung über die Voraussetzungen eines Delisting nicht existiert. Es ist daher festzustellen, ob die Entscheidung zu einem Delisting eine bloße Leitungs- und Ge-

⁶¹⁸ BGH, ZIP 2003, S. 387 (389).

⁶¹⁹ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390) mit Verweis auf BVerfGE 100, S. 289 (305 f.) – DAT/Altana; siehe hierzu oben Teil 3.C.I.1.b.(2).

⁶²⁰ Land/Behnke, DB 2003, S. 2531 (2531) (2535); Benecke, WM 2004, S. 1122 (1124 f.); Karsten Schmidt, NZG 2003, S. 601 (602 f.); Wilsing/Kruse, WM 2003, S. 1110 (1111).

⁶²¹ Benecke, WM 2003, S. 1122 (1124 f.).

⁶²² Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 (779 f.)

⁶²³ Schlitt, ZIP 2004, S. 533 (535).

⁶²⁴ Benecke, WM 2003, S. 1122 (1124); Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 (799).

⁶²⁵ Benecke, WM 2003, S. 1122 (1124 f.); Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 (800).

⁶²⁶ Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225 (236 ff.).

⁶²⁷ Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225 (236).

⁶²⁸ Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225 (237).

schäftsführungsmaßnahme nach §§ 76 f. AktG oder eine in die Zuständigkeit der Hauptversammlung nach § 119 AktG fallende Maßnahme darstellt.

Ungeachtet der rechtlichen und wirtschaftlichen Folgen ist ein Rückzug einer Gesellschaft von der Börse für die zum Zwecke der Kapitalanlage beteiligten Anleger eine bedeutende Maßnahme. Die einzige rechtlich vorgesehene Einflussmöglichkeit hierauf besteht für sie über den Weg eines Hauptversammlungsbeschlusses sowie die damit verbundene Möglichkeit einer Anfechtungsklage. Wird das Delisting als bloße Geschäftsführungs- und Leitungsmaßnahme angesehen, sind die Minderheits- und Kleinaktionäre bei der Entscheidung hierüber außen vor. Wirtschaftlich gesehen ist allerdings zuzugeben, dass einem Delisting in aller Regel eine Phase eingeschränkter Liquidität der Aktien der Gesellschaft vorausgeht. Mit hin ist zwar mit einem Rückzug von der Börse die Verwertbarkeit des Aktienwerts *de iure* durch die fehlende Möglichkeit der Verwertung über eine Aktienbörse eingeschränkt. *De facto* wird dies aber wegen der bereits vorher bestehenden tatsächlichen Einschränkung des Handels mit der konkreten Aktie kaum ins Gewicht fallen.

Aus Sicht der Unternehmensführung stellt das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses mit der damit einhergehenden Möglichkeit einer Anfechtungsklage eine nicht unerhebliche Einschränkung der unternehmerischen Handlungsfähigkeit dar. Aus dieser unternehmerischen sowie aus wirtschaftlicher Sicht wird danach die ohnehin in der Regel nur noch formal bestehende Verwertungsmöglichkeit des Aktienwertes über die Börse und damit der diesbezügliche Minderheitenschutz als gering veranschlagt werden.

Vor diesem Hintergrund ist also zu fragen, wie der Gesetzgeber die Entscheidung zwischen der unternehmerischen und wirtschaftlichen Sicht einerseits und dem Minderheitenschutz andererseits getroffen hat. Da eine ausdrückliche Abwägung dieser Interessen nicht erfolgt ist, ist auf die diesbezüglich ersichtlichen Wertungen des Gesetzes abzustellen. Hierbei sind insbesondere die verfassungsrechtlichen Anforderungen an ein Delisting zu berücksichtigen.

Verfassungsrechtlich stellt sich zunächst die Frage, ob die jederzeitige Verkäuflichkeit der Aktie zu dem durch Art. 14 GG geschützten Bestand des Aktieneigentums gehört. Hiergegen wird zum Teil eingewendet, dass die jederzeitige Verkäuflichkeit der Aktie nicht nur von rechtlichen, sondern auch von außerrechtlichen Faktoren abhängig sei.⁶²⁹ Dies ist zwar zutreffend, rechtlich jedoch unbeachtlich. Dass der Wert einer Aktie Schwankungen unterliegt und dass die Verkäuflichkeit von Aktien maßgeblich auch vom Markt abhängt, ist bekannt. Auch bei anderen vermögenswerten Rechtspositionen kann zwischen deren wirtschaftlicher Verwertbarkeit auf der einen und ihrer realen und/oder rechtlichen Existenz auf der anderen Seite unterschieden werden. Rechtlich ist bei der Frage, ob eine Maßnahme den Schutzbereich der Eigentumsgarantie aus Art. 14 GG betrifft, insoweit aber allein auf die reale und/oder rechtliche Substanz des Vermögenswertes abzustellen. Durch den Wegfall der Verkehrsfähigkeit der Anteile wird deren Substanz verändert. Der Schutzbereich des Art. 14 GG ist damit zweifellos betroffen.

Damit ist indes noch nicht entschieden, wie der Schutz der Verkehrsfähigkeit als Teil des Aktieneigentums einfachgesetzlich auszugestalten ist. Die Beantwortung dieser Frage obliegt gem. Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG dem Gesetzgeber, der dabei freilich seinerseits den Gehalt der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG zu berücksichtigen hat. Als Maßstab hat dabei zu gelten, dass Art. 14 Abs. 1 GG grundsätzlich weder eine erhebliche Minderung noch den völligen Verlust der in einer Aktie verkörperten Rechtsposition ausschließt, wenn die Interessen der Aktionäre, ausreichend gewahrt sind.⁶³⁰ Ausdrücklich durch die Rechtsprechung des BVerfG für zulässig erachtet wird dabei, dass der Gesetzgeber aus gewichtigen Gründen des Allgemeinwohls die Interessen der Minderheitsaktionäre an der Erhaltung der Vermögenssubstanz hinter die Interessen an einer freien Entfaltung der unternehmerischen Initiative im Konzern zurücktreten lassen darf.⁶³¹ Voraussetzung für die Zulässigkeit einer solchen gesetzgeberischen Gestaltung ist dabei die ausreichende Berücksichtigung der Interessen der Minderheitsaktionäre u.a. durch Schaffung

⁶²⁹ So z.B. *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (799).

⁶³⁰ BVerfGE 14, S. 263, 281 f. – Feldmühlen-Urteil.

⁶³¹ BVerfGE 14, S. 263, 281 f. – Feldmühlen-Urteil.

wirksamer Rechtsbehelfe gegen einen Missbrauch wirtschaftlicher Macht. Auf der Basis dieser Grundsätze muss der Kritik zugestimmt werden, die die Herleitung einer Pflicht zur Mitwirkung der Hauptversammlung bei der Delisting-Entscheidung aus Art. 14 GG durch den BGH moniert. Eine solche zwingende Vorgabe für die Ausgestaltung des Minderheitenschutzes wird dem Grundrecht schwerlich zu entnehmen sein. Insbesondere bleiben dabei auch etwa bestehende anderweitige Rechtsbehelfe außer Betracht, wie z.B. solche kapitalmarktrechtlicher Art.

Kann daher eine Pflicht zur Mitwirkung der Hauptversammlung an der Entscheidung zum Delisting dem Art. 14 GG nicht entnommen werden, so kann eine solche nur noch einfachgesetzlich – ggf. in verfassungskonformer Auslegung der einschlägigen Bestimmungen – hergeleitet werden. Als gesetzliche Grundlage hierfür kommt § 119 Abs. 2 AktG vor dem Hintergrund seiner Interpretation durch den BGH in dessen Holz Müller-Entscheidung in Betracht.⁶³² Danach reduziert sich das Ermessen des Vorstandes, ob er eine Frage der Geschäftsführung der Hauptversammlung vorzulegen hat, dann auf Null, wenn es sich um eine so wesentliche Entscheidung handelt, dass der Vorstand nicht davon ausgehen darf, dass er diese Entscheidung in eigener Verantwortung treffen dürfe.⁶³³ Sofern im Rahmen der Diskussion über die Folgen dieser Entscheidung als Kriterium für die Vorlagepflicht das Vorliegen einer Strukturrechtsentscheidung verlangt wurde, ist mit der *Macrotron*-Entscheidung davon auszugehen, dass eine solche im Falle des Antrags auf Widerruf der Börsenzulassung nicht besteht.⁶³⁴

Gleichwohl wird im Hinblick auf die weit reichenden Auswirkungen eines Delisting auf die Vermögensinteressen vor allem der Minderheits- und Kleinaktionäre zutreffend von einer „faktischen Strukturänderung“ gesprochen, die – auch wenn hiervon die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre nicht betroffen sind – einen

⁶³² Vgl. BGHZ 83, S. 122 ff.

⁶³³ BGHZ 83, S. 122 (131).

⁶³⁴ Vgl. nur Henze, S. 140 m.w.N.

Hauptversammlungsbeschluss erforderlich macht.⁶³⁵ Allein dieses Ergebnis wird der Bedeutung der Verkehrsfähigkeit für das Aktieneigentum gerecht. Denn ohne die Befassung der Hauptversammlung mit dem Widerruf der Börsenzulassung ist der verfassungsrechtlich geforderte Schutz der Minderheit vor einem Machtmissbrauch der Mehrheit nicht gewährleistet.⁶³⁶ Dies gilt vor allem auch deswegen, weil der kapitalmarktrechtliche Minderheitenschutz beim Delisting vor allem mangels einer konkreten Ausgestaltung durch den Gesetzgeber, der dies in § 38 Abs. 4 BörsG den jeweiligen Börsenordnungen überlassen hat, unter den beschriebenen verfassungsrechtlichen Vorgaben nicht als ausreichend angesehen werden kann.⁶³⁷

b) Erforderliche Beschlussfassungsmehrheit

Auch der Streit über das für den Delisting-Beschluss zu verlangende Mehrheitserfordernis ist vom BGH in der *Macrotron*-Entscheidung entschieden worden. Danach genügt hierfür die einfache Mehrheit der in der Hauptversammlung vertretenen Stimmen.⁶³⁸ Wenn demgegenüber vereinzelt eine Mehrheit von 75% oder gar 90% des Grundkapitals gefordert wird, beruht dies zum einen auf § 369 Abs. 3 AktG a.F., der für einen Formwechsel der Gesellschaft entsprechendes verlangte, sowie zum anderen ein Vergleich mit der Rechtslage in den USA.⁶³⁹ Begründet wird dies mit dem Argument, dass in einem Delisting eine Art Umwandlung der Gesellschaft zu sehen ist.⁶⁴⁰ Sofern demgegenüber schon früher eine einfache Mehrheit als ausreichend angesehen worden ist, erfolgte dies unter Hinweis darauf, dass der Aufbau der Gesellschaft durch das Delisting nicht berührt werde und dass hierfür nach § 133 Abs. 1 AktG eine einfache Mehrheit genüge.⁶⁴¹

⁶³⁵ Henze, S. 141 ff. Ähnlich: Liebscher, ZGR 2005, S. 1 (29 f.).

⁶³⁶ Vgl. Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 (800).

⁶³⁷ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390); Streit, ZIP 2003, S. 392 (393).

⁶³⁸ BGH, ZIP 2003, S. 387 (389).

⁶³⁹ Vgl. Henze, S. 148.

⁶⁴⁰ Vgl. z.B. den Hinweis auf *Lutter* - de facto eine Umwandlung - bei Henze, S. 150.

⁶⁴¹ Vgl. Henze, S. 151.

Der BGH begründet sein *obiter dictum* in der *Macrotron*-Entscheidung nicht. Für die von dem Gericht vertretene Auffassung spricht jedoch, dass der BGH den Delisting-Beschluss nicht als Strukturentscheidung ansieht,⁶⁴² so dass, nachdem es sich hierbei auch nicht um eine Satzungsänderung handelt, die einfache Mehrheit nach § 133 Abs. 1 AktG ausreichend sein muss. Dafür spricht auch die Herleitung der Zuständigkeit der Hauptversammlung aus § 119 Abs. 2 AktG. Entscheidend ist jedoch der verfassungsrechtliche Einschlag der Herleitung der Hauptversammlungszuständigkeit. Wie gezeigt, ist die Verkehrsfähigkeit der Aktie von Verfassung wegen nicht mit Ewigkeitsgarantie ausgestattet: Art. 14 GG lässt es – wie oben gezeigt – durchaus zu, die Verkehrsfähigkeit im Interesse der unternehmerischen Freiheit zu beseitigen, wenn dies unter Beachtung der Interessen der Minderheitsaktionäre geschieht.⁶⁴³ Diese sind aber bereits dann gewahrt, wenn Mehrheitswillkür durch entsprechende Vorkehrungen ausgeschlossen ist und ein entsprechender Wertersatz geleistet wird.⁶⁴⁴ Darum kann man in der Tat mit *Schmidt* davon sprechen, dass das Erfordernis des Hauptversammlungsbeschlusses mit einfacher Mehrheit auf ein „dulde und liquidiere“ hinausläuft.⁶⁴⁵

Im Ergebnis hält sich der BGH mit der Postulierung der Anforderungen an ein reguläres Delisting zutreffend zurück: Seine Entscheidung ist in Ermangelung ausdrücklicher Regelungen durch den Gesetzgeber sowohl im Kapitalmarkt-, als auch im Gesellschaftsrecht erforderlich geworden. Wenn der Gesetzgeber aber die Bedingungen des Minderheitenschutzes beim Delisting nicht regelt, tut der BGH Recht daran, nicht von sich aus eine qualifizierte Mehrheit für einen Delisting-Beschluss zu verlangen, sondern gleichermaßen nur einen Mindeststandard zu definieren. Der Gesetzgeber mag *de lege ferenda* anderes festlegen. *De lege lata* begegnen der Auffassung des BGH jedoch weder verfassungsrechtliche noch ein-fachrechtliche Bedenken.

⁶⁴² BGH, ZIP 2003, S. 387 (389).

⁶⁴³ Siehe oben Teil 3.C.I.2.a.

⁶⁴⁴ Siehe oben Teil 3.C.I.2.a.

⁶⁴⁵ *Schmidt*, NZG 2003, S. 601 (603).

c) Beschlussvoraussetzungen und Beschlusskontrolle

Weitergehende Anforderungen an die Voraussetzungen des Delisting-Beschlusses stellt der BGH nicht. Ausdrücklich werden eine sachliche Rechtfertigung wie beim Ausschluss des Bezugsrechtes und ein Vorstandsbericht entsprechend § 186 Abs. 4 S. 2 AktG nicht gefordert.⁶⁴⁶ Das Gericht sieht in der Delisting-Entscheidung eine unternehmerische Entscheidung, die ihre Rechtfertigung darin findet, dass sie von der Aktionärs-Mehrheit gebilligt worden ist. Dies entspricht auch der hier vertretenen Auffassung, wonach sich die Zuständigkeit der Hauptversammlung aus § 119 Abs. 2 AktG ergibt. Hier ist das Ermessen des Vorstandes über die Frage der Hauptversammlungsbefassung auf Null reduziert.⁶⁴⁷ Da ein Entzug des Bezugsrechts nicht gegeben ist, entfällt auch die Berichtspflicht nach § 186 Abs. 4 S. 2 AktG. Der Delisting-Beschluss der Hauptversammlung kann jedoch nach §§ 243 ff. AktG angefochten und damit auch der gerichtlichen Überprüfung unterbreitet werden.

d) Abfindungsangebot

Wesentliches weiteres Element neben dem Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses ist nach Ansicht des BGH die Notwendigkeit eines vorausgehenden „Pflichtangebots“, welches den Minderheitsaktionären mit dem Beschlussantrag übermittelt vorgelegt werden muss.⁶⁴⁸ Als Begründung führt das Gericht an, dass ein hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre nur dann sichergestellt sei, wenn ihnen der „wahre Wert“⁶⁴⁹ ihrer Aktien ersetzt werde und ihnen darüber hinaus die Möglichkeit gegeben wird, die Richtigkeit der Wertbemessung in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen zu lassen;⁶⁵⁰ dabei verweist der BGH sowohl

⁶⁴⁶ BGH, ZIP 2003, S. 387 (391).

⁶⁴⁷ Siehe oben Teil 3.C.I.2.a.

⁶⁴⁸ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390).

⁶⁴⁹ Zur Kritik am Erfordernis, den „wahren“ Anteilswert ermitteln zu müssen, siehe z.B. Seiffert, S. 105, 171, der zur Bestimmung des Abfindungsgebots statt dessen auf § 35 WpÜG analog zurückgreift.

⁶⁵⁰ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390).

auf die *DAT/Altana*-Entscheidung als auch auf die *Moto Meter*-Entscheidung des BVerfG.⁶⁵¹

Dieser weiteren vom BGH aufgestellten Voraussetzung für die Durchführung eines regulären Delistings werden in der Literatur vor allem wegen der fehlenden Klärung des genauen Inhalts dieses Kriteriums und wegen der nicht erfolgten dogmatischen Herleitung Einwände entgegengebracht;⁶⁵² im Ergebnis wird das Erfordernis eines Barausgleichs jedoch – bei unterschiedlicher dogmatischer Herleitung der Kaufangebotspflicht – überwiegend für richtig erachtet.⁶⁵³

So ist dem BGH zuzustimmen, dass der mit dem Delisting verbundene Eingriff in das Aktieneigentum nicht entschädigungslos erfolgen darf. Insoweit ist Art. 14 GG sowie die hierzu ergangene und vom BGH zitierte Rechtsprechung eindeutig.⁶⁵⁴ Danach ist ein Delisting nur dann zulässig, wenn Minderheitsaktionäre angemessen entschädigt werden. Sofern eine solche Entschädigung aus aktien- oder kapitalmarktrechtlichen Gründen nicht möglich ist, so ist das Delisting zu unterbinden.⁶⁵⁵

Vor diesem Hintergrund ist die Auffassung abzulehnen, dass der Gesetzgeber sich hinsichtlich des Delisting zu einer abschließenden kapitalmarktrechtlichen Lösung entschieden habe, die ein „Pflichtangebot“ nicht vorschreibe.⁶⁵⁶ Zum eine wäre diese Ansicht nur dann haltbar, wenn man die Verkehrsfähigkeit einer Aktie nicht als durch Art. 14 GG geschützt ansieht. Zum anderen kann § 38 Abs. 1 BörsG gerade nicht entnommen werden, dass der Gesetzgeber abschließend regeln wollte, dass ein reguläres Delisting ohne Entschädigung der überstimmten Minderheitsak-

⁶⁵¹ BVerfGE 100, S. 289 ff. – *DAT/Altana*; BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 ff. – *Moto Meter*.

⁶⁵² Vgl. *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (800 ff.); *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533 (536); *Land/Behnke*, DB 2003, S. 2531 ff.; *Benecke*, WM 2004, S. 1122 (1125 f.); gänzlich ablehnend: *Krämer/Theiß*, AG 2003, S. 225 (239 ff.).

⁶⁵³ Vgl. die Vorstehenden aaO. sowie *Streit*, ZIP 2003, S. 392 (394 f.); *Schäfer/Eckhold*, in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, 2005, § 62 Rn. 68.

⁶⁵⁴ Vgl. nur BVerfGE 100, S. 289 (303f.) – *DAT/Altana*.

⁶⁵⁵ BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 ff. – *Moto Meter*.

⁶⁵⁶ So aber *Krämer/Theiß*, AG 2003, S. 225 (240); ähnlich *Brauer*, Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und Börsenrückzug ihrer Aktiengesellschaft, S. 217 f.

tionäre erfolgen soll. § 38 Abs. 4 BörsG enthält insofern keine Regelung. Im Gegenteil hat es der Gesetzgeber den einzelnen Börsen überlassen, die näheren Einzelheiten des regulären Delistings unter Berücksichtigung des Anlegerschutzes in ihren Börsenordnungen selbst zu regeln.⁶⁵⁷

Wenn nun aber der Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung nach § 38 Abs. 4 BörsG gesetzlich grundsätzlich für zulässig erachtet wird, andererseits aber aus verfassungsrechtlichen Gründen den Minderheitsaktionären ein Wertausgleich zu leisten ist, hatte der BGH in der *Macrotron*-Entscheidung die Möglichkeit, entweder den angefochtenen Hauptversammlungsbeschluss zu kassieren oder eine entsprechende Ausgleichspflicht zu postulieren. Wenn er letzteres allein mit einer entsprechenden verfassungsrechtlichen Notwendigkeit begründet und hierfür keine einfachgesetzlichen Normen direkt oder analog heranzieht, so stellt dies im Ergebnis keine verfassungskonforme Auslegung des Gesetztes, sondern eine – zulässige – richterliche Rechtsfortbildung dar, mit der Folge, dass sich die Voraussetzungen für das reguläre Delisting allein aus der Entscheidung des BGH und nicht aus analog heranzuziehenden Vorschriften ergeben. Da die in der Literatur vorgeschlagenen verschiedenen Analogien zur Begründung einer Angebotspflicht im Rahmen eines regulären Delistings (§§ 29 UmwG, 207 UmwG, 305 AktG, 320 b AktG, 327 b AktG)⁶⁵⁸ letztlich nicht überzeugen, weil sie für den Fall des Delisting eben gerade nicht anwendbar sind, erscheint es sinnvoller, den in den §§ 29 Abs. 1 S. 1, 207 Abs. 1 S. 1 UmwG, 305 Abs. 1, 320 Abs. 1 S. 1 Nr. 2, 327 a Abs. 1 S. 1 AktG zum Ausdruck kommenden Rechtsgedanken als solchen heranzuziehen, um ein – auch verfassungsrechtlich gebotenes – Angebot zur Übernahme der Aktien durch die Gesellschaft oder den Großaktionär gegen eine angemessene Barabfindung als Voraussetzung für den Widerruf der Börsenzulassung anzusehen.

Der Kritik an der fehlenden Festmachung der Angebotspflicht im einfachen Recht im Wege der Analogie ist allerdings zuzugeben, dass hierdurch insoweit Rechtsunsicherheit besteht, als dass die weiteren rechtlichen Voraussetzungen der Ange-

⁶⁵⁷ Siehe oben Teil 3.C.I.1.b.

⁶⁵⁸ Vgl. die oben unter Fn. 566 Aufgeführten.

botspflicht offen bleiben. Insbesondere ist nicht geklärt, ob das Angebot Bedingung eines wirksamen Hauptversammlungsbeschlusses ist, oder ob es einen Anspruch entsprechend §§ 207 UmwG, 305 AktG gewährt.⁶⁵⁹ Die Formulierung des BGH, wonach ein adäquater Schutz der Minderheitsaktionäre nur dadurch erreicht werden kann, „dass ihnen mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien (...) vorgelegt wird“,⁶⁶⁰ spricht dafür, dass es sich hierbei um eine Wirksamkeitsvoraussetzung für den Hauptversammlungsbeschluss handelt. Entsprechend der hier vertretenen Ansicht, dass es sich bei den vom BGH formulierten Anforderungen für ein wirksames reguläres Delisting um eine Rechtsfortbildung handelt, erscheint es sinnvoll, sich an der Formulierung des BGH zu orientieren, bis diese Frage einer weiteren gerichtlichen Klärung zugeführt worden ist.

Darüber hinaus ist kritisch zu bewerten, dass es der BGH im Rahmen seiner Entscheidung unterlassen hat, die Ermittlung der Höhe des von ihm geforderten „Pflichtangebots“, die sich nach der *Macrotron*-Entscheidung beim regulären Delisting am Verkehrswert der Aktien zu orientieren hat, an die insoweit klaren Regelungen WpÜG, in dessen Rahmen sich der Wert der anzubietenden Gegenleistung den Vorerwerben und dem Drei-Monats-Durchschnittskurs zu entsprechen hat, anzupassen. Dies kann im Rahmen einer Going Private Transaktion im Wege eine regulären Delisting nach Durchführung eines Übernahmeangebots zu dem nicht wünschenswerten Ergebnis führen, dass den Aktionären im Rahmen des Übernahmeverfahrens der Höhe nach eine andere Gegenleistung für ihre Aktien angeboten wird als im Rahmen eines – möglicherweise kurz danach durchgeführten – regulären Delisting-Verfahrens.

e) Anwendung des Spruchstellenverfahrens?

Vor dem Hintergrund des zuvor beschriebenen Verständnisses passt sich auch die weitere Vorgabe des BGH hinsichtlich der Überprüfung der Höhe der Werterstattung im Rahmen eines Spruchstellenverfahrens ohne größere Probleme ein. Da es

⁶⁵⁹ Vgl. *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797, S. 801 ff.

⁶⁶⁰ *BGH*, ZIP 2003, S. 387 (390).

sich bei den vom BGH in der *Macrotron*-Entscheidung formulierten Anforderungen an ein reguläres Delisting um eine richterliche Rechtsfortbildung handelt, die sich auf den in den §§ 29 Abs. 1 S. 1, 207 Abs. 1 S. 1 UmwG, 305 Abs. 1, 320 Abs. 1 S. 1 Nr. 2, 327 a Abs. 1 S. 1 AktG zum Ausdruck kommenden, verfassungsrechtlich gebotenen Rechtsgedanken der Erforderlichkeit eines wertmäßigen Ausgleichs für den Verlust einer im Aktieneigentum begründeten Rechtsposition stützt, erscheint es dogmatisch folgerichtig, eine Überprüfung der Höhe des dem Aktionär erstatteten Betrages im Rahmen des Spruchverfahrens zuzulassen.⁶⁶¹ Dies ergibt sich bereits daraus, dass auch für die in den genannten Vorschriften geregelten Fällen jeweils eine Überprüfung im Spruchverfahren vorgesehen ist.⁶⁶²

3. Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?

Während die Frankfurter Wertpapierbörse über die Neuregelung entsprechender Normen in ihrer Börsenordnung versucht hat, das reguläre Delisting einer Gesellschaft zu erleichtern, hat der Bundesgerichtshof in seinem Ende 2002 ergangenen *Macrotron*-Urteil die Anforderungen an ein reguläres Delisting deutlich zu Lasten der rückzugswilligen Unternehmen und zu Gunsten der Minderheitsaktionäre verschärft. Deren Interessen erscheinen zwar nunmehr als ausreichend gewahrt – ein Finanzinvestor dürfte sich durch diese Rechtsprechung allerdings von der Durchführung eines regulären Delistings abschrecken lassen. So muss insbesondere nunmehr auch dem regulären Delisting ein Übernahme- bzw. Abfindungsangebot an die außenstehenden Aktionäre vorausgehen, welches sich nicht am Vorerwerbs- bzw. Börsenwert, sondern am Verkehrswert der Gesellschaft zu orientieren ist. Der Minderheitsaktionär kann sodann im Rahmen eines Spruchstellenverfahren die Höhe der Abfindung überprüfen lassen, was – aufgrund mangelnder gesetzlicher Vorgaben zur Berechnung der Angemessenheit der Abfindungszahlung – im Er-

⁶⁶¹ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390 f.); zustimmend z.B.: Grunewald, ZIP 2004, 542 (543); Henze, in FS f. Thomas Raiser (2005), S. 145 (161); Seiffert, S. 178 f.; Schäfer/Eckhold, in Marsch-Barner/Schäfer, § 62 Rn. 94f.; Wittgens, S. 39. A.A. Schiffer/Goetz, BB 2005, 453 (456). Vgl. auch BayOLG DB 2005, S. 214 ff.

⁶⁶² Bestätigt durch Beschluss des BayOLG vom 01.12.2004, abgedruckt in DB 2005, S. 214 ff.

gebnis zu einer Unkalkulierbarkeit der auf den Finanzinvestor im Rahmen des regulären Delisting-Verfahrens zukommenden Kosten führt.

Durch diese Entscheidung wurde das reguläre Delisting für börsenrückzugswillige Unternehmen zweifellos teurer, unkalkulierbarer und wohl auch langwieriger.⁶⁶³ Der nunmehr erforderliche Hauptversammlungsbeschluss stellt zwar angesichts der regelmäßig vorliegenden Mehrheitsverhältnisse in den betroffenen Gesellschaften hinsichtlich der ausreichenden einfachen Beschlussmehrheit keine Hürde dar, führt jedoch zu einem erheblichen Anfechtungsrisiko. Ferner erzeugt die fehlende Abstimmung der Gegenleistung des vom BGH geforderten Pflichtangebots zum Verkehrswert⁶⁶⁴ mit der am Börsenkurs und an Vorerwerben orientierten Gegenleistung des Pflichtangebots nach WpÜG zu Unsicherheiten und Konfliktpotential.⁶⁶⁵ Dies kann insbesondere dazu führen, dass im Rahmen eines Spruchverfahrens die von dem Finanzinvestor im Zuge des regulären Delistings gewährte Abfindungszahlung als unangemessen eingestuft wird und er sich entsprechenden, nicht einkalkulierten Nachzahlungsansprüchen seitens der Minderheitsaktionäre gegenüber sieht. Aufgrund der daraus resultierenden Unsicherheiten für den Bieter und Finanzinvestor im Hinblick auf die Rechtssicherheit und insbesondere die Kalkulierbarkeit der Kosten ist daher zu erwarten, dass das reguläre Delisting gegenüber den anderen Going Private Techniken für Finanzinvestoren erheblich an Attraktivität verloren hat und daher in der Praxis an Bedeutung verlieren wird.⁶⁶⁶

Ein angemessener Interessenausgleich ist dem Gesetzgeber an dieser Stelle daher nicht gelungen. Vielmehr wurden allein die Rechte der Minderheitsaktionäre zu Lasten der Finanzinvestor gestärkt, denen die Durchführung eines regulären De-

⁶⁶³ Vgl. *Pfüller/Anders*, NZG 2003, S. 459 (464 f.)

⁶⁶⁴ Zur Berechnung des Verkehrswertes anhand des durchschnittlichen Börsenkurses eines bestimmten Zeitraums vor Bekanntgabe des Vorhabens und anhand des anteiligen, nach der Ertragswert- bzw. DCF-Methode ermittelten Unternehmenswertes als doppelte Untergrenze für die Unternehmensbewertung siehe *Henze*, in FS f. Thomas Raiser (2005), S. 145 (154); *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533 (537).

⁶⁶⁵ Vgl. *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533 (538).

⁶⁶⁶ So auch *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533; *Lohner*, in Deilmann/Lorenz, § 16 Rn. 11; *Funke*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting, S. 29, 250 m.w.N.

listings deutlich erschwert wurde.⁶⁶⁷ Eine Klärung der offenen Fragen im Hinblick auf die rechtlichen Voraussetzungen zur Durchführung des vom BGH geforderten Pflichtangebots einerseits sowie insbesondere zur Berechnung der Höhe der in diesem Zusammenhang an die Minderheitsaktionäre zu zahlenden Gegenleistung andererseits kann entweder nur im Rahmen von weiteren gerichtlichen Verfahren erzielt oder durch den Gesetzgeber selbst herbeigeführt werden.⁶⁶⁸ Künftig sollten von Rechtsprechung und Gesetzgebung hierbei eher marktmäßige oder jedenfalls marktähnliche Lösungen für den Ausgleich der Interessen von Minderheits- und Großaktionären in Erwägung gezogen werden.⁶⁶⁹

II. Kaltes Delisting

These 12:

Zumindest in den Strukturmaßnahmen, in denen das Gesetz eine Abfindungszahlung an die Aktionäre vorsieht, erscheint für Finanzinvestoren deren Anwendung zur Durchführung eines kalten Delistings grundsätzlich attraktiver als die Durchführung eines regulären Delistings. Grund hierfür ist, dass das Verfahren eines kalten Delistings mit größerer Rechtssicherheit und Kalkulierbarkeit zumindest im Hinblick auf den zeitlichen Aufwand verbunden ist. Die Kosten der Transaktion sind jedoch auch hier mangels gesetzlicher Vorgaben im Vorfeld nur schlecht kalkulierbar. In den Fällen, in denen das Gesetz trotz der Rechtsfolge eines kalten Delistings keine Abfindungszahlung an die Aktionäre vorsieht, bestehen angesichts der Macrotron-Entscheidung des BGH auch bei Durchführung eines kalten Delistings noch viele offene dogmatische Fragen und daraus resultierende rechtliche Unwägbarkeiten und Unsicherheiten für Großaktionäre und Finanzinvestoren.

Wie gezeigt, kann das reguläre Delisting insbesondere seit der *Macrotron*-Entscheidung des BGH nicht als vorzugswürdige Going Private Technik anzuse-

⁶⁶⁷ Vgl. Pfüller/Anders, NZG 2003, S. 459 (464 f.).

⁶⁶⁸ Holzborn, WM 2003, S. 1105 ff.; Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 ff.; Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225 ff.

⁶⁶⁹ Vgl. Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (324).

hen. Alternativ könnte daher ein Rückzug von der Börse im Wege des so genannten kalten Delistings in Betracht gezogen werden. Hierbei trifft das Unternehmen Maßnahmen, die eine weitere Börsennotierung ausschließen.

In der Praxis finden sich überwiegend folgende Formen des kalten Delistings:⁶⁷⁰

- Verschmelzung der börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft („*Going Private Merger*“);
- Formwechsel der börsennotierten Aktiengesellschaft in eine nicht-börsenfähige Rechtsform;
- Eingliederung der börsennotierten Aktiengesellschaft in eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft;
- Verkauf sämtlicher Einzelwirtschaftsgüter der börsennotierten Aktiengesellschaft und anschließende Liquidation („*Asset Deal*“); sowie
- Sonstige Gestaltungsformen, wie z.B. Kapitalherabsetzung, Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge oder Aktienrückkauf.

Mit Wirksamwerden einer der vorstehend genannten Strukturmaßnahmen verliert die Aktiengesellschaft eine der für die Börsenzulassung notwendigen Voraussetzungen, beispielsweise ihre börsenfähige Rechtsform. Der Verwaltungsakt der Zulassung erledigt sich in diesem Fall automatisch kraft Gesetzes nach § 43 Abs. 2 VwVfG.⁶⁷¹ Obwohl ein gesonderter Widerruf durch Verwaltungsakt nicht nötig ist,⁶⁷² erfolgt dieser in der Praxis dennoch auf einfachen Antrag der Emittentin. Hierfür hat diese der Zulassungsstelle eine entsprechende Mitteilung zu machen, wobei der Nachweis geführt werden muss, dass die Voraussetzungen einer Börsenzulassung nicht mehr erfüllt sind. Der dann folgende Widerruf der Zu-

⁶⁷⁰ Vgl. hierzu auch *Lohner*, in Deilmann/Lorenz, § 16 Rn. 12 ff.

⁶⁷¹ *Streit*, ZIP 2002, S. 1279 (1281).

lassung ist bei Fehlen einer der Börsenzulassungsvoraussetzungen zwingend und liegt nicht im Ermessen der Börsenzulassungsbehörde.

Im Rahmen der folgenden Untersuchung sollen zunächst die Voraussetzungen der verschiedenen Wege eines kalten Delisting beschrieben und sodann der hierbei zu beachtende Minderheitenschutz gewürdigt werden.

1. Going Private über das Umwandlungsgesetz

a) Verschmelzung

Ein kaltes Delisting kann zunächst durch Verschmelzung nach den Regelungen des Umwandlungsgesetzes herbeigeführt werden. Hier wird eine öffentlich gehandelte Aktiengesellschaft (Zielgesellschaft) auf einen nicht öffentlich gehandelten Rechtsträger (nicht börsennotierte AG, sonstige Kapital- oder Personengesellschaft, sog. „Buy-Out Gesellschaft“) gemäß §§ 2 ff. UmwG verschmolzen. Ziel der Transaktion ist die Übertragung des Vermögens der Zielgesellschaft als Ganzes auf die Buy-Out Gesellschaft. Bei einem derartigen „Going Private Merger“ erlischt die börsennotierte Aktiengesellschaft als übertragender Rechtsträger (§ 20 Abs. 1 Nr. 2 Satz 1 UmwG). Die Voraussetzungen der Börsenzulassung entfallen mit Erlöschen der Gesellschaft, weshalb die Börsenzulassung durch die Zulassungsstelle widerrufen wird.

Die Durchführung der Verschmelzung erfolgt in folgenden Schritten: Zunächst schließen die beteiligten Rechtsträger einen Verschmelzungsvertrag nach §§ 4 ff. UmwG. Diesem Verschmelzungsvertrag haben die Anteilseigner beider beteiligter Rechtsträger zuzustimmen. Bei Aktiengesellschaften sind Hauptversammlungsbeschlüsse der übertragenden und der übernehmenden Gesellschaft mit einer Mehrheit von mindestens 75% des bei der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals erforderlich. Sind mindestens 90% der Aktien der übertragenden Gesellschaft

⁶⁷² Groß, ZHR 165 (2001), S. 141 (149).

in der Hand einer übernehmenden Aktiengesellschaft, ist bei letzterer gemäß § 62 Abs. 1 Satz 1 UmwG kein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich.⁶⁷³

Zum Schutz der Anteilsinhaber sieht § 8 UmwG vor, dass die Vertretungsorgane der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger noch vor dem entsprechenden Zustimmungsbeschluss einen ausführlichen schriftlichen Verschmelzungsbericht erstatten, in dem die Verschmelzung, der Verschmelzungsvertrag, das Umtauschverhältnis sowie die anzubietende Barabfindung (siehe hierzu nachfolgend) wirtschaftlich und rechtlich erläutert und begründet werden.

Im Verschmelzungsvertrag ist unter den Voraussetzungen des § 29 UmwG den Aktionären der übertragenden Gesellschaft, die gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt haben, ein Abfindungsangebot zu unterbreiten (§ 29 Abs. 1 S. 1 UmwG). Dies ist dann der Fall, wenn die übertragende Gesellschaft in eine andere Rechtsform überführt wird (mangelnde Rechtsformkongruenz, § 29 Abs. 1 S. 1 UmwG) oder wenn – im Falle einer Verschmelzung auf eine Gesellschaft der gleichen Rechtsform – die Anteile des übernehmenden Rechtsträgers Verfügungsbeschränkungen unterworfen sind (§ 29 Abs. 1 S. 2 UmwG).⁶⁷⁴

Nach der bisher herrschenden Meinung ist § 29 UmwG bei einer Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft nicht anwendbar.⁶⁷⁵ Da allerdings

⁶⁷³ Diese Regelung gilt nicht, wenn gemäß § 62 Abs. 2 UmwG Aktionäre mit einer Beteiligung von mindestens 5% die Einberufung einer HV verlangen.

⁶⁷⁴ Wird wie im Fall „T-Online/Telekom AG“ eine börsennotierte AG auf eine andere börsennotierte AG verschmolzen, ist die aufnehmende Gesellschaft (Telekom AG) nur verpflichtet, einen Umtausch der Aktien in einem angemessenen Verhältnis anzubieten. Da bei diesem Umtausch allein der gegenwärtige Unternehmenswert unter Berücksichtigung der zu erwartenden künftigen Entwicklung (vgl. *Großfeld*, Unternehmensbewertung, 2002, S. 22 ff.) zu berücksichtigen ist, war es möglich, dass die T-Online-Aktionäre zum Umtauschzeitpunkt mit wesentlich geringeren Anteilswerten abgefunden wurden, als es ihrer Investition zum Börsenstart von T-Online entsprach. In diesem Fall stellt sich daher nur noch die Frage, ob der Verschmelzungsbeschluss nach § 243 Abs. 2 AktG wegen Verfolgung von Sondervorteilen oder wegen Missbrauchs der Mehrheitsmacht anfechtbar ist, vgl. *Hofmann/Krolop*, AG 2005, S. 866 (868) (870 ff.). Insoweit ist zu berücksichtigen, dass seit dem Börsengang von T-Online immerhin 4 Jahre vergangen waren und plausible Gründe für die Rückverschmelzung vorgelegt wurden, vgl. dazu *Hofmann/Krolop*, AG 2005, S. 866 (876) m.w.N.

⁶⁷⁵ Vgl. *Grunewald*, ZIP 2004, S. 542 (544).

auch das kalte Delisting ebenso wie das reguläre Delisting zum Wegfall verkehrsfähiger Aktien führt und damit in das Aktieneigentum eingreift, wird man wohl auch hier die entsprechenden Vorgaben der *Macrotron*-Entscheidung des BGH beachten müssen.⁶⁷⁶ Daher wird auch im Rahmen der Verschmelzung einer börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft eine Exit-Möglichkeit für die Minderheitsaktionäre fordern müssen, die den von dem obersten Gericht formulierten Voraussetzungen entspricht.⁶⁷⁷ Die Herleitung eines entsprechenden Ausgleichsanspruchs kann beispielsweise über eine analoge Anwendung des § 29 UmwG erfolgen,⁶⁷⁸ welche nicht deshalb ausscheidet, weil es an einer planwidrigen Regelungslücke fehlt.⁶⁷⁹ Wie gezeigt⁶⁸⁰ kann nicht davon ausgegangen werden, dass mit § 38 Abs. 4 BörsG für die im Gesellschaftsrecht nicht ausdrücklich geregelten Fälle eines Minderheitenschutzes durch Ermöglichung eines Ausstiegs gegen Entschädigung vom Gesetzgeber eine rein kapitalmarktrechtliche Lösung gewollt ist. Vielmehr muss auch hier, wie der BGH für den Fall des regulären Delistings zutreffend feststellt, eine Exit-Möglichkeit geschaffen werden, die eine volle Entschädigung der ausscheidenden Aktionäre gewährleistet.⁶⁸¹ Daher ist vom Vorliegen einer Regelungslücke auszugehen, die eine Analogie zu § 29 UmwG ermöglichen würde. Eine solche scheint auch einer direkten Anwendung des durch richterrechtliche Rechtsfortbildung geschaffenen gesellschaftsrechtlichen Tatbestandes des regulären Delisting vorzugswürdig, weil es sich bei der Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft nicht um einen Fall des regulären Delisting, sondern um einen Umwandlungstatbestand handelt, der daher auch nach Umwandlungsrecht behandelt werden sollte.⁶⁸²

⁶⁷⁶ Vgl. *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (805); *Grunewald*, ZIP 2004, S. 542 (544).

⁶⁷⁷ Ebenso *Grunewald*, ZIP 2004, S. 542 (544); *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (805).

⁶⁷⁸ *Kruse*, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften, S. 130; *Grunewald*, ZIP 2004, S. 542 (544); *Hofmann/Krolow*, AG 2005, 866 (868 Fn. 6); *Henze*, in FS f. Thomas Raiser (2005), S. 145 (162); *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533 (540); *Schäfer/Eckhold*, in *Marsch-Barner/Schäfer*, § 63 Rn. 23f. A.A. *Funke*, S. 142.

⁶⁷⁹ So aber wohl *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (805).

⁶⁸⁰ Siehe oben Teil 3.C.I.2.a

⁶⁸¹ *BGH*, ZIP 2003, S. 381 (390).

⁶⁸² Vgl. auch *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (805); *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533 (540); schon zuvor für eine analoge Anwendung *Kalls*, *Semler/Stengel*, Umwandlungsgesetz, § 29 Rn. 16.

Das Abfindungsangebot muss in bar vorgenommen werden.⁶⁸³ Die übrigen, in der Gesellschaft verbleibenden Aktionäre der übertragenden Gesellschaft erhalten Anteile an der übernehmenden, nicht börsennotierten Gesellschaft. Ferner muss das Umtauschverhältnis der Aktien bzw. die Barabfindung angemessen sein. Die Rechtsprechung⁶⁸⁴ und ein Teil der Literatur⁶⁸⁵ verlangen hierbei, im Rahmen des Umtauschverhältnisses bzw. der Barabfindung nicht nur den Verkehrswert der Aktie, sondern auch den Wegfall der Handelbarkeit der Aktien als Vermögensnachteil zu berücksichtigen. § 34 UmwG sieht eine Überprüfung der Höhe der nach § 29 UmwG anzubietenden Abfindung im Spruchstellenverfahren vor.⁶⁸⁶ Mit Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft erlischt die übertragende Gesellschaft. Dies führt zu einem automatischen Delisting.

Im Ergebnis begegnen der Verschmelzung als Weg zum Going Private Technik aus Sicht des Minderheitenschutzes keine Bedenken. Die diesbezüglichen Regelungen des UmwG erfüllen die Anforderungen der *Macrotron*-Entscheidung. Dies gilt auch für die Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft jedenfalls dann, wenn man hierauf § 29 UmwG analog anwendet.

b) Formwechsel

Erfolgt im Rahmen einer Going Private Transaktion ein Rechtsformwechsel der Zielgesellschaft, erhöhen sich die Möglichkeiten des Finanzinvestors erheblich, auf das Management der Gesellschaft einzuwirken. So hat er, verabschiedet er sich von der Rechtsform der Aktiengesellschaft und wechselt beispielsweise in die Rechtsform der GmbH, als Hauptgesellschafter das Recht, den Geschäftsführern Weisungen zu erteilen und diese abzuberufen bzw. neu zu bestellen, ohne von der Ent-

⁶⁸³ *Kalls*, in Semler/Stengel, § 29 Rn. 23.

⁶⁸⁴ *LG Hanau*, DB 2002, S. 2261 ff.

⁶⁸⁵ *Steck*, AG 1998, S. 460 (463); *Richard/ Weinheimer*, BB 1999, S. 1613 (1617); a.A. *Mülbert*, ZHR 165 (2001), S. 105 (137 ff.); *Land/Hasselbach*, DB 2000, S. 557 (559).

⁶⁸⁶ Auch insoweit genügt diese Form des kalten Delisting den Anforderungen der *Macrotron*-Entscheidung des BGH.

scheidung des Aufsichtsrats abhängig zu sein.⁶⁸⁷ Dies verstärkt den Anreiz der Geschäftsleitung, im Sinne der Anteilseigner zu handeln.

Bei einem Formwechsel nach §§ 190 ff UmwG erhält die Zielgesellschaft – unter Wahrung ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Identität – eine andere Rechtsform. Bei einem Going Private kommen insbesondere die Rechtsformen einer Personengesellschaft oder einer GmbH in Betracht. Ein solcher Formwechsel⁶⁸⁸ der börsennotierten Aktiengesellschaft führt zum Verlust der börsenfähigen Rechtsform. Die Börsenzulassung wird nach Wirksamwerden des Formwechsels durch die Zulassungsstelle widerrufen.⁶⁸⁹

Folgende Schritte sind hierfür erforderlich: Der Formwechsel einer Aktiengesellschaft in eine Personengesellschaft oder eine Kapitalgesellschaft anderer Rechtsform bedarf eines Hauptversammlungsbeschlusses, der gem. §§ 233 Abs. 2, 240 Abs. 1 UmwG mit mindestens einer Mehrheit von 75% des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals gefasst werden muss. Bei Vorliegen unterschiedlicher Aktiengattungen (Vorzugsaktien und Stammaktien) bedarf der Beschluss entsprechend § 65 Abs. 2 UmwG zusätzlich getrennter Beschlüsse der Aktionäre jeder Gattung. Erfolgt die Umwandlung in eine KG, ist gemäß § 233 Abs. 3 Satz 3 UmwG die Zustimmung aller Gesellschafter erforderlich, die in der künftigen KG die persönliche Haftung übernehmen. Beim Formwechsel in eine GbR, oHG oder PartG müssen gemäß § 233 Abs. 1 UmwG alle Gesellschafter zustimmen;

Auch hier sieht das Umwandlungsgesetz zum Schutz der Anteilsinhaber UmwG vor, dass das Vertretungsorgan des formwechselnden Rechtsträgers noch vor dem entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss einen ausführlichen schriftlichen Umwandlungsbericht erstatt, in dem der Formwechsel wirtschaftlich und rechtlich

⁶⁸⁷ Hohn, S. 27.

⁶⁸⁸ Beispiele für in der Praxis erfolgte Formwechsel von Publikumsaktiengesellschaften bei Meyer-Landrut/Kiem, WM 1997, S. 1361 (1362) Fn. 5.

⁶⁸⁹ In der Praxis ist der Widerruf der Zulassung rechtzeitig bei der Börsenzulassungsbehörde zu beantragen.

erläutert und begründet wird und der einen Entwurf des Umwandlungsbeschlusses enthält (§ 192 Abs. 1 UmwG).

Durch den Formwechsel werden die Anteilseigner des formwechselnden Rechtsträgers zu Anteilseignern der neuen Gesellschaft (§ 202 Abs. 1 Nr. 2 UmwG). Erklären sie allerdings Widerspruch zu Protokoll gegen den Umwandlungsbeschluss der Hauptversammlung, muss ihnen die Gesellschaft eine angemessene Barabfindung anbieten (§ 207 UmwG).⁶⁹⁰ Die Angemessenheit des Barabfindungsangebots kann im Rahmen des Spruchverfahrens überprüft werden. Insoweit sind Anfechtungsklagen gegen den Formwechselbeschluss gemäß § 210 UmwG ausgeschlossen. Mit der Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister ist der Formwechsel vollzogen und die Börsennotierung wird gegenstandslos.

Durch die mit § 207 UmwG gegebene Exit-Möglichkeit wird Minderheitsaktionären ein – im Lichte der *Macrotron*-Entscheidung – ausreichender Schutz ihrer Vermögensinteressen gegen den Eingriff in ihr Aktieneigentum gewährt. Dies gilt auch für die nach dem BGH erforderliche gerichtliche Überprüfbarkeit der angebotenen Barabfindung, da eine solche Überprüfbarkeit im Spruchstellenverfahren gem. § 212 UmwG gesetzlich vorgesehen ist.⁶⁹¹

Unter Berücksichtigung der *Macrotron*-Entscheidung wird auch der Rechtsformwechsel weiterhin als Delisting-Methode zulässig sein und damit für ein Going Private in Betracht kommen. Im Ergebnis ist der Formwechsel in eine nicht börsenfähige Rechtsform jedoch nur dann ein geeigneter Delisting-Mechanismus, wenn nur geringe Veränderungen im Gesellschafterkreis beabsichtigt sind und die verbleibenden Aktionäre der Aktiengesellschaft bereit sind, das Unternehmen zukünftig in einer neuen Gesellschaftsform zu betreiben. Dabei ist insbesondere von Vorteil, dass aufgrund der zwischen der Rechtsform der Aktiengesellschaft und anderen Rechtsformen bestehenden strukturellen Unterschiede bei letzteren regelmäßig eine größere Gestaltungsfreiheit und Flexibilität gegeben ist. Mancher

⁶⁹⁰ Streit, ZIP 2002, S. 1279 (1281).

⁶⁹¹ Vgl. Grunewald, ZIP 2004, S. 542 (544).

Nachteil, wie der Verlust der einfachen Handelbarkeit und Fungibilität der börsen-gehandelten Aktie, der insbesondere gegenüber der weitaus komplizierteren Ver-äußerung von GmbH-Anteilen schwer wiegt,⁶⁹² muss jedoch in Kauf genommen werden.

2. Eingliederung (§§ 319 ff. AktG)

Eine weitere Möglichkeit des kalten Delistings, nunmehr außerhalb des Umwand-lungsrechts, ist die Eingliederung der börsennotierten Aktiengesellschaft in eine andere Gesellschaft. Eine solche Eingliederung der Zielgesellschaft in eine andere Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland ist dann möglich, wenn sich alle Aktien der Zielgesellschaft oder zumindest 95% (dann: Eingliederung durch Mehrheitsbe-schluss, § 320 AktG) in der Hand der zukünftigen Hauptgesellschaft befinden (§ 319 AktG).

Eingegliederte Gesellschaften bleiben grundsätzlich rechtlich selbständig. Sie wer-den wirtschaftlich jedoch zu einer Betriebsabteilung der Hauptgesellschaft. Nach § 322 AktG haftet die Hauptgesellschaft für alle Verbindlichkeiten der eingeglie-derten Gesellschaft als Gesamtschuldner. Ferner muss die Hauptgesellschaft Bi-lanzverluste der eingegliederten Gesellschaft ausgleichen, wenn diese die Kapital-rücklagen und die Gewinnrücklagen übersteigen (§ 324 Abs. 3 AktG). Durch die Eingliederung nach § 319 ff. AktG erwirbt die Hauptgesellschaft kraft Gesetzes sämtliche Aktien der eingegliederten Gesellschaft.⁶⁹³ Ein Handel mit den Aktien der eingegliederten Gesellschaft findet nicht mehr statt. Erfolgt eine Eingliederung, muss die Zulassungsstelle die Börsenzulassung auf Antrag widerrufen.

Folgende Voraussetzungen müssen vorliegen: Zunächst muss mindestens eine 95%-ige Beteiligung der zukünftigen Hauptgesellschaft an der eingegliederten Gesellschaft vorliegen (§ 320 Abs. 1 Satz 1 AktG). Voraussetzung ist weiter, dass die Hauptversammlung der Zielgesellschaft mit einer Mehrheit von 75% des bei

⁶⁹² Vgl. *Quandt*, Squeeze-out in Deutschland, S. 98.

⁶⁹³ *Groß*, ZHR 165 (2001), S. 141 (150).

der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals zustimmt (319 Abs. 2 AktG). Die Hauptversammlung der eingliedernden Gesellschaft muss nur mit einfacher Mehrheit des anwesenden Kapitals zustimmen.

Mit der Eintragung der Eingliederung scheiden die Minderheitsaktionäre aus der eingegliederten Gesellschaft aus. Ihre Anteile gehen automatisch auf die Hauptgesellschaft über (§ 320a AktG). Hierbei ist den Minderheitsaktionären eine angemessene Abfindung zu gewähren, die grundsätzlich aus Aktien an der Hauptgesellschaft bestehen muss (§ 320b Abs. 1 S. 1 und 2 AktG). Ein Anspruch auf Barabfindung kommt dann in Betracht, wenn die Hauptgesellschaft ihrerseits eine von einer anderen Gesellschaft abhängige Aktiengesellschaft ist (§ 320b Abs. 1 S. 3 AktG). Die Angemessenheit des Abfindungsangebots kann im Rahmen des Spruchverfahrens überprüft werden. Anfechtungsklagen gegen den Eingliederungsbeschluss sind insoweit gemäß § 320b Abs. 2 Satz 1 AktG ausgeschlossen.

Inwieweit eine Barabfindung auch bei einer Eingliederung durch eine nicht abhängige Gesellschaft erforderlich ist, ist bisher nicht geklärt. Angesichts der *Macrotron*-Entscheidung des Bundesgerichtshofs⁶⁹⁴ wird jedoch zukünftig wohl auch hier eine Exit-Möglichkeit für die Aktionäre (z.B. durch ein Barabfindungs- oder ein Pflichtangebot) erforderlich sein. Dies gilt jedenfalls dann, wenn es sich um eine Eingliederung in eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft handelt, da in diesen Fällen die Verkehrsfähigkeit der als Abfindung erhaltenen Aktien nicht gegeben ist.⁶⁹⁵ Dies führt, wie oben dargelegt, zu einem Eingriff in das Anteilseigentum. Das weitere Erfordernis der Überprüfbarkeit der Höhe der Abfindung im Spruchverfahren ist mit § 320b Abs. 2 S. 2 AktG gegeben. Die Eingliederung führt zu einem automatischen Delisting der eingegliederten Gesellschaft.

Da die Eingliederung den Anforderungen der *Macrotron*-Entscheidung an den Schutz der Minderheitsaktionäre entspricht, eignet sich auch diese weiterhin für

⁶⁹⁴ BGH, AG 2003, S. 273 ff. = ZIP 2003, S. 387 ff. – *Macrotron*.

das kalte Delisting und damit für ein Going Private. Für den Finanzinvestor ist die Eingliederung jedoch nur dann vorteilhaft, wenn Ziel der Gesellschaft neben dem Delisting auch die Konzentration der Gesellschaftsstruktur auf einen Alleinaktionär ist. Kostenvorteile durch Einsparung der Verwaltung der eingegliederten Aktiengesellschaft ergeben sich dagegen nicht, da diese als eigenständiges Rechtssubjekt fortbesteht. Wesentlicher Nachteil der Eingliederung ist jedoch, dass Minderheitsaktionäre der eingegliederten Aktiengesellschaft nicht vollständig hinausgedrängt werden können, da grundsätzlich (auch) Aktien der Hauptgesellschaft als Abfindung anzubieten sind.⁶⁹⁶ Nach Einführung des Squeeze-Out, der bei weitgehend ähnlichen Voraussetzungen und Verfahren auch ein Hinausdrängen von Minderheitsaktionären gegen Barabfindung ermöglicht, ist daher zu erwarten, dass die Eingliederung zukünftig im Zusammenhang mit dem Rückzug von der Börse an Bedeutung verlieren wird.

3. Asset Deal mit Liquidation / Auflösende Übertragung

Nach § 179a AktG kann die Aktiengesellschaft ferner ihr gesamtes Vermögen auf ein anderes Unternehmen übertragen. Da hierdurch jedoch der Bestand der Gesellschaft als solcher nicht tangiert wird, muss im Falle der Übertragung des Gesellschaftsvermögens zum Zwecke des Delistings mit der Übertragung ein Beschluss zur Auflösung der Gesellschaft nach § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG einhergehen (vgl. § 179a Abs. 3 AktG). Im Anschluss an die Auflösung der Gesellschaft erfolgt deren Abwicklung nach §§ 264 ff. AktG.

Der Verkauf sämtlicher Einzelwirtschaftsgüter der börsennotierten Aktiengesellschaft und die anschließende Liquidation als Möglichkeit des Rückzugs von der Börse bietet sich dann an, wenn ein Hauptaktionär nur an einzelnen Vermögensgegenständen der Gesellschaft Interesse hat, und der durch die Abwicklung und Auf-

⁶⁹⁵ Grunewald, ZIP 2004, S. 542 (544); vgl. auch Schäfer/Eckhold, in Marsch-Barner/Schäfer, § 63 Rn. 11 m.w.N., die zwar wegen des Fehlens einer Regelungslücke eine Barabfindungspflicht ablehnen, aber eine „eins zu eins“-Übertragung der *Macrotron*-Entscheidung auch auf die Fälle des kalten Delisting durch die Rspr. für nicht ausgeschlossen halten.

⁶⁹⁶ Schäfer/Eckhold, in Marsch-Barner/Schäfer, § 63 Rn. 9; Quandt, S. 101. Dies kann dagegen über einen „Squeeze-Out“ erreicht werden.

lösung entstehende steuerliche Nachteil und Imageverlust anderweitig aufgewogen wird. Mit Abschluss der Liquidation erlischt die Gesellschaft als Rechtssubjekt (§ 273 Abs. 1 S. 2 AktG); in diesem Fall entfällt die Börsenzulassung automatisch.

Folgende Schritte sind für eine Vermögensübertragung nach § 179a AktG erforderlich: Zunächst erfolgt der Abschluss eines oder mehrerer Kaufverträge zwischen der börsennotierten Aktiengesellschaft (Zielgesellschaft) und der übernehmenden Gesellschaft über sämtliche oder zumindest die wesentlichen Einzelwirtschaftsgüter und Vermögensgegenstände der Zielgesellschaft. In diesen Kaufverträgen sind aufgrund des sachenrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatzes die zu veräußernden Vermögensgegenstände im Einzelnen aufzulisten; diese gehen dann nach den weiteren sachrechtlichen Bestimmungen auf die erwerbende Gesellschaft über. Die veräußernde Aktiengesellschaft erhält hierfür den vereinbarten Kaufpreis.

Der Kaufvertrag über die Übertragung der Einzelwirtschaftsgüter bedarf eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses der börsennotierten Aktiengesellschaft gemäß § 179a Abs. 1 Satz 1 AktG, welcher mit einer Mehrheit von 75% der abgegebenen Stimmen zu fassen ist. Hierbei sind die Informationspflichten des § 179a Abs. 2 AktG i.V.m. § 179 Abs. 2 AktG (Auslage und Erläuterung der Verträge) zu beachten. In einem weiteren Schritt hat ein Hauptversammlungsbeschluss über die Auflösung der Zielgesellschaft gemäß § 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG zu erfolgen. Auch hier ist eine Mehrheit von 75% des vertretenen Grundkapitals erforderlich, sofern die Satzung keine weitergehenden Voraussetzungen aufstellt.⁶⁹⁷

Im Gegensatz zu sämtlichen zuvor dargestellten Varianten des kalten Delistings besteht beim Verkauf der Wirtschaftsgüter mit anschließender Liquidation keine gesetzliche Abfindungspflicht gegenüber Minderheitsaktionären.⁶⁹⁸ Es besteht kein gesetzlicher Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Beteiligung beim Erwerber. Lediglich der Verkaufserlös aus der Übertragung der Einzelwirtschaftsgüter kann

⁶⁹⁷ BGH, DB 1988, S. 593 (594).

⁶⁹⁸ Anders wohl *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (805), die dem BGH folgend die Kompensation der ausscheidenden Aktionäre auch bei der übertragenden Auflösung durch Spruchverfahren gerichtlich überprüfbar stellen.

den Aktionären zugute kommen, wenn er im Rahmen der Liquidation der Gesellschaft nach den Bestimmungen des § 271 AktG an die bisherigen Aktionäre im Verhältnis ihrer Beteiligungen ausgeschüttet wird. Dies gilt jedoch nur dann, wenn nach der Berichtigung der Verbindlichkeiten ein Vermögen der Gesellschaft verbleibt.

Fraglich ist allerdings, ob nach der *Macrotron*-Entscheidung des BGH auch für die auflösende Übertragung ein Kaufangebot gefordert werden muss. Aus verfassungsrechtlicher Sicht hat das BVerfG in der *Moto Meter*-Entscheidung bereits Bedenken im Hinblick auf den Schutz der Vermögensinteressen der Minderheitsaktionäre im Falle einer auflösenden Übertragung geäußert.⁶⁹⁹ Dieser sei zwar im Falle der Veräußerung an einen Dritten regelmäßig gewahrt, weil hierbei der Großaktionär wie die Minderheitsaktionäre gleichermaßen an der Erzielung eines hohen Kaufpreises interessiert seien; im Falle einer Veräußerung an den Großaktionär selbst sei der durch die Interessenshomogenität gewährleistete Schutz jedoch mehr nicht gegeben.⁷⁰⁰ Das Gericht sieht hierin jedoch nicht die Verfassungswidrigkeit des § 179a AktG begründet, wenn und soweit eine ausreichende gerichtliche Kontrolle dahingehend stattfindet, ob der Mehrheitsaktionär den Minderheitsaktionären einen Preis zahlt, der dem Wert der Unternehmensbeteiligung entspricht.⁷⁰¹ Nach Auffassung des BVerfG steht das Aktienrecht einer solchen Überprüfung, die sowohl im Wege eines Spruchstellenverfahrens, als auch im Wege der aktienrechtlichen Anfechtungsklage erfolgen könne, nicht entgegen.⁷⁰²

Während das BVerfG somit im Rahmen seiner *Moto Meter*-Entscheidung offensichtlich ein formelles „Pflichtangebot“ im Rahmen des nach § 179a Abs. 1 AktG zu treffenden Hauptversammlungsbeschluss nicht als eine weitere Voraussetzung ansieht, könnte dies nach der *Macrotron*-Entscheidung jedoch der Fall sein. Da der BGH hierbei allerdings über das reguläre Delisting entschieden hat und lediglich

⁶⁹⁹ BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 ff.

⁷⁰⁰ BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 ff.; zustimmend: Schäfer/Eckhold, in Marsch-Barner/Schäfer, § 63 Rn. 27.

⁷⁰¹ BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 ff.

⁷⁰² BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 ff.

für dieses festgestellt hat, dass ein adäquater Schutz der Minderheitsaktionäre nur dadurch erreicht werden kann, dass den Minderheitsaktionären mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft oder den Großaktionär vorgelegt wird,⁷⁰³ erscheint ein solches „Pflichtangebot“ verzichtbar, wenn und soweit die Realisierung des vollen Ausgleichs für den Wert der Unternehmensbeteiligung anderweitig gewährleistet ist. Dies ist bei der auflösenden Übertragung grundsätzlich der Fall, da die Übertragung gegen Zahlung eines Kaufpreises erfolgt, der den Aktionären im Rahmen der Liquidation zugute kommt. Dass hierbei das Risiko besteht, dass der im Ergebnis erzielte Erlös der Aktionäre dem Wert der Unternehmensbeteiligung – vor allem bei der Übertragung an den Großaktionär selbst – nicht entspricht, ist auch im Falle der Unterbreitung eines „Pflichtangebotes“ nicht anders. Dieses Risiko ist dann jedoch – sowohl nach der Rechtsprechung des BVerfG als auch nach der des BGH – hinnehmbar, wenn ein gerichtliches Kontrollverfahren eine Korrektur ermöglicht.⁷⁰⁴

Darüber hinaus sind die Minderheitsaktionäre und die Aktiengesellschaft bei dem Verkauf sämtlicher Einzelwirtschaftsgüter an den Großaktionär auf verschiedene sonstige Weise abgesichert: entspricht die der Aktiengesellschaft zu gewährende Gegenleistung nicht dem Wert der veräußerten Vermögensgegenstände, so stellt dies einen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG dar. Der Übertragungsvertrag ist gemäß § 134 BGB nichtig, die Aktiengesellschaft hat einen Rückerstattungsanspruch aus § 62 AktG.⁷⁰⁵ Die erforderlichen Hauptversammlungsbeschlüsse nach §§ 179a, 262 Abs 1 Nr. 2 AktG können nach § 243 AktG, insbesondere auch nach § 243 Abs. 2 AktG, wegen unzulässiger Verfolgung von Sondervorteilen durch den Großaktionär angefochten werden.⁷⁰⁶ Im faktischen Konzern werden Aktiengesellschaft und Aktionäre zudem durch §§ 311, 317 AktG geschützt, die eine Nachteilsausgleichverpflichtung und einen Ersatzanspruch der

⁷⁰³ BGH, ZIP 2003, S. 387 (390).

⁷⁰⁴ BVerfG, ZIP 2000, S. 1670 ff.; BGH, ZIP 2003, S. 387 (390 f.).

⁷⁰⁵ Hüffer, AktG, § 179a Rn. 17.

⁷⁰⁶ Hüffer, AktG, § 179a Rn. 14.

Aktiengesellschaft sowie der Aktionäre für den Fall der nachteiligen Einflussnahme des Großaktionärs auf die Aktiengesellschaft vorsehen.⁷⁰⁷

Fraglich ist somit, wie der Rechtsschutz und die Möglichkeit einer gerichtlichen Kontrolle gegen eine zu geringe Entschädigung der Anteilswerte der Minderheitsaktionäre im Falle der auflösenden Übertragung bewerkstelligt werden muss. Während das BVerfG die gegen den Hauptversammlungsbeschluss gerichtete Anfechtungsklage als ausreichend ansieht,⁷⁰⁸ ist nach Ansicht des BGH das Spruchstellenverfahren geeigneter, um den Belangen der Beteiligten zu entsprechen.⁷⁰⁹ Mit hin wird auch für die übertragende Auflösung die Eröffnung einer Überprüfung der Angemessenheit des Ausgleichs für den Verlust der Anteile durch das Spruchverfahren zu verlangen sein.⁷¹⁰ Dabei wird in der Literatur eine analoge Anwendung des § 306 AktG favorisiert.⁷¹¹

Auch die auflösende Übertragung wird damit bei Berücksichtigung der Rechtsbehelfsanforderungen auch im Lichte der *Macrotron*-Entscheidung als zulässige Methode eines kalten Delisting anzusehen sein. Im Ergebnis bietet dieses Verfahren für den Investor einen einfachen Weg, Minderheitsaktionäre vollständig aus der AG zu verdrängen. Ihre Abfindung erfolgt automatisch im Rahmen der Auflösung. Die Höhe der Abfindung richtet sich nach dem im Rahmen der Übertragung der Einzelwirtschaftsgüter erzielten Veräußerungserlös, und wird regelmäßig eine zutreffende Abbildung des Anteilswertes der Minderheitsaktionäre darstellen, wenn eine Veräußerung an einen Dritten erfolgt. Im Falle der Veräußerung an den Investor selbst wird dasselbe Ergebnis über die gegebenen gesetzlichen und gerichtlichen Kontrollmechanismen zur Höhe des Veräußerungserlöses und das Spruchstellenverfahren erzielt. Für die auflösende Übertragung nach § 179 a AktG spricht

⁷⁰⁷ Vgl. hierzu näher *Kropff*, in *Kropff/Semler*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, § 311 Rn. 111.

⁷⁰⁸ *BVerfG*, ZIP 2000, S. 1670 ff.

⁷⁰⁹ *BGH*, ZIP 2003, S. 387 (391).

⁷¹⁰ So auch *Adolff/Tieves*, BB 2003, S. 797 (805); *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533 (540).

⁷¹¹ Für das Delisting *BGH*, ZIP 2003, S. 387 (391); für die auflösende Übertragung: *BVerfG*, ZIP 2000, S. 1670 ff.; *Schlitt*, ZIP 2004, S. 533 (540); gegen eine analoge Anwendung: *BayObLG*, ZIP 1998, S. 2002 (2004).

weiter, dass dieses vom BVerfG bereits als verfassungsgemäß abgesegnet ist, so dass als Aufhänger für rechtliche Auseinandersetzungen allenfalls noch die Herleitung der Überprüfung durch das Spruchverfahren dienen kann. Hierbei ist davon auszugehen, dass diese Fragestellung in absehbarer Zeit Gegenstand von Rechtsstreitigkeiten sein wird.

4. Sonstige Gestaltungsformen

a) Kapitalherabsetzung / Reverse Stock Split

Die Zusammenlegung von Aktien ist eine international weit verbreitete Going Private Technik. Diese erfolgt in der Weise, dass z.B. 1000 alte Aktien in eine neue Aktie getauscht werden. Damit verringert sich die Anzahl der Aktien und damit auch die Anzahl der Aktionäre deutlich.

Aktionäre, die über weniger als 1000 Aktien verfügen, müssen sich entscheiden: entweder erfolgt ein Zukauf der erforderlichen Teilrechte, um einen Umtausch zu ermöglichen, oder es erfolgt ein Verkauf der vorhandenen Aktien. In der ausländischen Praxis wird das Umtauschverhältnis allerdings regelmäßig so angesetzt, dass den Kleinaktionären regelmäßig ein Zukauf nicht möglich sein wird. Diese sind daher meist gezwungen, ihre Anteile zu veräußern.

Nach deutschem Recht ist eine Aktienzusammenlegung nur im Zuge einer Kapitalherabsetzung möglich (§§ 222 AktG). Hierbei ist jedoch die *Hilgers*-Entscheidung des BGH zu berücksichtigen, wonach ein Hauptaktionär, der die Hauptversammlung kontrolliert, bei einer Kapitalherabsetzung und Zusammenlegung von Aktien das Umtauschverhältnis so wählen muss, dass den Minderheitsaktionären ein Verbleiben in der Aktiengesellschaft ohne Aufwendungen möglich ist.⁷¹² Damit wird schon aus diesem Grunde eine Zusammenlegung der Aktien im

⁷¹² BGH, NJW 1999, S. 3197 ff.

Wege der Kapitalherabsetzung hierzulande als Going Private Technik nicht praktikabel sein.⁷¹³

Ferner ist zu beachten, dass z.B. die Regelungen der NASDAQ an die Unterschreitung einer Mindestzahl von herausgegebenen Aktien automatisch ein Delisting knüpfen, während dies in Deutschland nicht der Fall ist. Daher könnte die Kapitalherabsetzung hier allenfalls als Vorbereitung für ein Going Private in Betracht kommen. Auch aus diesem Grund und wegen einer möglichen negativen Publicity wird das Reverse Stock Split in Deutschland nicht als sinnvolle Going Private Methode angesehen.⁷¹⁴

b) Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (§§ 291 ff AktG)

Als weiterer Weg zur Konzentration der Eigentümerstruktur und damit zumindest zur Vorbereitung eines Going Private kommt der Abschluss von Unternehmensverträgen nach §§ 291 ff. AktG in Betracht. Dabei erwirbt ein herrschendes Unternehmen das Recht, in die Geschäfte des beherrschten Unternehmens (der Zielgesellschaft) einzugreifen. Regelmäßig beinhalten solche Verträge eine Gewinnabführungspflicht des beherrschten Unternehmens an das herrschende Unternehmen. Voraussetzung für den Abschluss eines solchen Unternehmensvertrages ist insbesondere ein nach § 293 Abs. 1 S. 1 AktG erforderlicher Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung des beherrschten Unternehmens mit einer Mehrheit von 75% des vertretenen Grundkapitals.

Zum Schutz der Minderheitsaktionäre muss jeder Unternehmensvertrag sowohl die Möglichkeit eines angemessenen Ausgleichs für die außenstehenden Aktionäre in Form einer Ausgleichszahlung vorsehen (§ 304 Abs. 1 AktG), als auch eine Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines Minderheitsaktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG). Letztere Abfindung kann nach den

⁷¹³ So auch *Siemes*, S. 156.

⁷¹⁴ Vgl. *Hohn*, S. 73.

Vorgaben des § 305 Abs. 2 AktG in Aktien oder in einer Barabfindung bestehen. Hierbei ist in der Praxis zu berücksichtigen, dass im Rahmen eines Unternehmensvertrages grundsätzlich auch Maßnahmen und Anweisungen zulässig sind, die zum Nachteil des beherrschten Unternehmens sind.⁷¹⁵ Beispielsweise sind dem herrschenden Unternehmen Vermögensverschiebungen möglich, die im Ergebnis möglicherweise dazu führen, dass nach Beendigung des Unternehmensvertrages keine weiteren Ausgleichszahlungen an die in der Gesellschaft verbliebenen Minderheitsaktionäre gemäß § 304 AktG mehr geleistet werden können.⁷¹⁶ Dieses Risiko wird viele Minderheitsaktionäre dazu bewegen, aus der Gesellschaft auszuscheiden und eine Abfindung nach § 305 AktG zu verlangen.

Die Angemessenheit der in dem Unternehmensvertrag geregelten Ausgleichszahlung nach § 304 AktG bzw. der Abfindung nach § 305 AktG kann nur im Spruchverfahren überprüft werden (§§ 304 Abs. 3 S. 3, 305 Abs. 5 S. 2 AktG). Fehlen diesbezügliche Regelungen in dem Gewinnabführungsvertrag gänzlich, hat dies im Falle der Ausgleichszahlung die Nichtigkeit des Unternehmensvertrages zur Folge (§ 304 Abs. 3 S. 1 AktG). Im Falle einer fehlenden Abfindung erfolgt die Bestimmung einer angemessenen Abfindung im Rahmen des Spruchverfahrens (§ 305 Abs. 5 S. 2 AktG). Die Wirksamkeit des Unternehmensvertrages bleibt in letzterem Fall jedoch unberührt.

Der nach der *Macrotron*-Entscheidung erforderliche Schutz der Minderheitenaktionäre ist durch die Regelungen für den Unternehmensvertrag erfüllt, so dass dieses Instrument nach wie vor für ein Going Private geeignet erscheint. Dies gilt umso mehr, als dass der Großaktionär einer Pflicht zur Abfindung in Aktien entgehen kann, indem er seine Anteile an der beherrschten Gesellschaft auf eine Zwischenholding überträgt, die dann gem. § 305 Abs. 2 AktG nur eine Barabfindung anbieten muss.⁷¹⁷ Überdies führen die mit dem Unternehmensvertrag einhergehenden Befugnisse des herrschenden Großaktionärs regelmäßig so weit, dass die Minder-

⁷¹⁵ Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (325).

⁷¹⁶ Vgl. Siemes, S. 148.

⁷¹⁷ Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (325).

heitsaktionäre auch bei einem Verbleib in der Gesellschaft von deren wirtschaftlichen Erfolgen weitgehend abgeschnitten werden können. Für diese wird es sich daher empfehlen, die Gesellschaft gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung zu verlassen.⁷¹⁸

c) Aktienrückkauf

Schließlich kann die Vorbereitung eines Going Private im Wege des Aktienrückkaufs erfolgen. Hierunter ist der Erwerb eigener Aktien durch den Emittenten unter den Voraussetzungen der §§ 71 ff. AktG zu verstehen. Nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG kann die Gesellschaft insbesondere unter den folgenden Bedingungen eigene Aktien erwerben: Durch Beschluss der Hauptversammlung kann der Vorstand ermächtigt werden, in einem Zeitraum von 18 Monaten bis zu 10% des Grundkapitals der Gesellschaft zu erwerben. Dabei muss die Hauptversammlung den höchsten und niedrigsten zu zahlenden Gegenwert festlegen, der für die eigenen Aktien aufgewendet werden darf. Zwar ist in § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG kein bestimmter Erwerbszweck festgelegt, unzulässig ist jedoch der Rückerwerb zum Zwecke des „Handels in eigenen Aktien“ (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S 2 AktG).

Für einen Going Private kann der Erwerb eigener Aktien in Verbindung mit einer anschließenden Einziehung der Aktien relevant werden. Der Aktienrückkauf ist allerdings nur eine Maßnahme, die ein Delisting vorbereitet und erleichtert. Da höchstens 10% der Aktien der Gesellschaft von der Gesellschaft selbst gehalten werden dürfen, reicht der Aktienrückkauf als alleinige Maßnahme für einen Going Private in der Regel nicht aus.

Die Interessen der Minderheitsaktionäre sind durch die Vorschriften der §§ 71 ff. AktG hinreichend gewahrt. Da wegen des begrenzten Umfangs des Aktienrückkaufs ein solcher allein nur als Vorbereitung eines Delisting dienen kann,⁷¹⁹ sind die Voraussetzungen der *Macrotron*-Entscheidung hier nicht zu berücksichtigen.

⁷¹⁸ Vgl. *Wenger/Kaserer/Hecker*, ZBB 2001, S. 317 (325).

⁷¹⁹ *Siemes*, S. 154.

5. Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?

Ein kaltes Delisting kommt insbesondere dann in Betracht, wenn ein kompletter Rückzug von der Börse und gegebenenfalls auch aus der Rechtsform Aktiengesellschaft gewollt ist, ein Antrag auf ein reguläres Delisting keinen Erfolg verspricht bzw. dessen Voraussetzungen als zu unattraktiv oder unsicher empfunden werden, oder die Schwelle des 95%-Anteilsbesitzes für den Squeeze-Out nicht erreicht wird. Hierbei stellt das kalte Delisting keine Umgehung der Vorschriften zum regulären Delisting dar.⁷²⁰ Vielmehr stehen dem rückzugswilligen Unternehmen beide Möglichkeiten alternativ offen.⁷²¹

Die Interessen der Minderheitsaktionäre erscheinen auch im Rahmen eines kalten Delistings hinreichend geschützt. Zum einen stehen ihnen im Rahmen einiger Delisting-Techniken (z.B. Rechtsformwechsel, Unternehmensvertrag etc.) Exit-Möglichkeiten gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung zur Verfügung. Zum anderen sind selbst dann, wenn die Minderheitsaktionäre im Rahmen einer Delisting-Technik keinen gesetzlichen Anspruch auf eine Barabfindung haben (wie z.B. im Rahmen der Verschmelzung einer börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft), wohl auch im Rahmen des kalten Delisting die entsprechenden Vorgaben der *Macrotron*-Entscheidung des BGH zu beachten.⁷²² Dies ist damit zu begründen, dass auch das kalte Delisting ebenso wie das reguläre Delisting zum Wegfall verkehrsfähiger Aktien führt.⁷²³ Daher ist den Minderheitsaktionären auch hier ein ausreichender Schutz ihrer Vermögensinteressen gegen den Eingriff in ihr Aktieneigentum zu gewähren.⁷²⁴

⁷²⁰ Land/Hasselbach, DB 2000, S. 557 (559) für den Formwechsel.

⁷²¹ Land/Hasselbach, DB 2000, S. 557 (559); Meyer-Landrut/Kiem, WM 1997, S. 1361 (1367).

⁷²² Ebenso Grunewald, ZIP 2004, S. 542 (544); Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 (805); Hofmann/Krolop, AG 2005, S. 866 (868 Fn. 6); Henze, in FS f. Thomas Raiser (2005), S. 145 (162); Schlitt, ZIP 2004, S. 533 (540). A.A. Funke, S. 142.

⁷²³ Vgl. Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 (805); Grunewald, ZIP 2004, S. 542 (544).

⁷²⁴ Vgl. Grunewald, ZIP 2004, S. 542 (544).

Auch der Finanzinvestor sieht sich bei Durchführung einer der gegebenen Delisting-Techniken (Verschmelzung, Rechtsformwechsel, Eingliederung, auflösende Übertragung oder Unternehmensvertrag) grundsätzlich einem bekannten Regelungsrahmen gegenüber, der die Plan- und zumindest die zeitliche Kalkulierbarkeit seiner Transaktion sichert. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Angemessenheit seines nach den gesetzlichen Vorschriften geschuldeten Barabfindungsangebots im Rahmen des Spruchverfahrens zu überprüfen ist und insoweit Anfechtungsklagen gegen den entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung, welche die Wirksamkeit der von ihm geplanten Transaktion hindern würde, ausgeschlossen sind. Dies ändert jedoch nichts an der Tatsache, dass eine finanzielle Kalkulierbarkeit der Going Private Transaktion auch hier nicht gegeben ist: auch im Rahmen der kalten Delisting-Methoden hat der Gesetzgeber darauf verzichtet, klare gesetzliche Vorgaben im Hinblick auf die Berechnung und Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung zu machen. Ob und inwieweit sich der Finanzinvestor somit nach Beendigung des – möglicherweise über Jahre dauernden – Spruchverfahrens erheblichen Nachzahlungsansprüchen der ehemaligen Minderheitsaktionäre gegenübersehen muss, da im Rahmen des Spruchverfahrens die ursprünglich gebotene Barabfindung für nicht angemessen und damit als unzureichend erachtet wird, ist im Vorfeld nicht absehbar. Diese Unsicherheit wird ein Finanzinvestor bei seiner im Vorfeld einer Going Private Transaktion zu treffenden Entscheidung immer zu berücksichtigen haben.

Ferner werden aus Sicht der Finanzinvestoren die Instrumente des kalten Delisting teilweise als unzureichend angesehen, weil sie entweder nicht zu einem sicheren Ausschluss der Minderheitsaktionäre führen (so bei Abschluss eines Unternehmensvertrages), einen Anspruch auf andere Mitgliedschaftsrechte innerhalb des Unternehmensverbundes gewähren (so bei Eingliederung und Verschmelzung), oder aber einen beschwerlichen und unsicheren Weg darstellen (so bei der auflösenden Übertragung).⁷²⁵ Letztlich besteht in den Fällen, in denen die Minderheitsaktionäre keinen gesetzlichen Anspruch auf eine Barabfindung haben, aus oben genannten Gründen nach der *Macrottron*-Entscheidung des BGH auch im Rahmen

des kalten Delistings eine vergleichbare Rechtsunsicherheit, wie sie im Rahmen des regulären Delistings besteht. Dies gilt jedenfalls so lange, bis eine endgültige gesetzliche oder richterliche Entscheidung dahingehend herbeigeführt wird, ob die in der *Macrotron*-Entscheidung entwickelten Grundsätze auch im Rahmen des kalten Delistings anzuwenden sind, und, sofern dies bejaht wird, wie diese Grundsätze insbesondere im Hinblick auf die Ermittlung der zu gewährenden Barabfindung auszulegen sind.⁷²⁶

III. Squeeze-Out

These 13:

Die durch die Squeeze-Out Regelung gegebene Möglichkeit zum Ausschluss von Minderheitsaktionären aus der Gesellschaft ist gesamtwirtschaftlich von Vorteil und auch vor dem Hintergrund der Interessen der Minderheitsaktionäre verfassungsgemäß. Für Finanzinvestoren, die eine Going Private Transaktion anstreben, ist die Einführung der Squeeze-Out Regelung ein großer Fortschritt.

Seit Inkrafttreten des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes stehen einem Hauptaktionär nach Durchführung eines Übernahmeangebots nunmehr zwei weitere Wege zur Durchführung einer Going Private Transaktion zur Verfügung: das bereits seit dem Jahr 2002 bekannte aktienrechtliche Squeeze-Out Verfahren nach den Regelungen des AktG, sowie – neu – das übernahmerechtliche Squeeze-Out Verfahren nach den Regelungen des WpÜG.

1. Aktienrechtliches Squeeze-Out Verfahren

Als weitere und derzeit wohl Erfolg versprechendste Alternative zum Rückzug von der Börse bietet sich ferner zunächst der so genannte Squeeze-Out nach §§ 327a ff.

⁷²⁵ Vgl. *Wenger/Kaserer/Hecker*, ZBB 2001, S. 317 (330).

⁷²⁶ Siehe hierzu bereits oben Teil 3.C.I.

AktG an.⁷²⁷ Nach einem erfolgreich durchgeführten Squeeze-Out befinden sich alle Aktien in der Hand eines Aktionärs. Ein Börsenhandel findet in diesem Fall nicht mehr statt, so dass die Börsenzulassung auf Antrag oder von Amts wegen widerrufen wird.⁷²⁸ Nachfolgend werden die Voraussetzungen, das Verfahren und einige Probleme des Squeeze-Outs im Hinblick auf das Spannungsgeld zwischen Minderheitenschutz und den Interessen des Finanzinvestors dargestellt.

a) Squeeze-Out in börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften

(1) Einleitende Bemerkungen

Zeitgleich mit dem WpÜG wurde am 1.1.2002 im Rahmen des vierten Finanzmarktförderungsgesetzes die Möglichkeit zum Ausschluss von Minderheitsaktionären, das so genannte „Squeeze-Out“, in das Aktiengesetz eingeführt (§§ 327a – 327 f AktG). Diese Regelungen ermöglichen es einem Hauptaktionär, dem mindestens 95% des Grundkapitals der Aktiengesellschaft gehören, einen Hauptversammlungsbeschluss zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf ihn gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung herbeizuführen.

Wirtschaftlich gesehen stellt der Squeeze-Out eine Verpflichtung der Minderheit zum Zwangsverkauf ihrer Aktien an den Hauptaktionär dar.⁷²⁹ In rechtlicher Hinsicht ist der Squeeze-Out ein Eingriff in die mitgliedschaftliche Stellung des Minderheitsaktionärs. Ein solcher ist nach der Rechtsprechung des BVerfG, wie sie von dem Gericht schon seit der *Feldmühlen*-Entscheidung aus dem Jahre 1962⁷³⁰

⁷²⁷ Seit Einführung des Squeeze-Out hat diese Variante des Rückzugs von der Börse die größte Bedeutung in der Praxis. Ein Beispiel aus neuerer Zeit ist die *Degussa AG*. Die RAG hat im Rahmen eines Squeeze-Out alle Aktien der Degussa AG erworben. Weitere Beispiele aus der Vergangenheit sind: *Dresdner Bank AG*, *Kiekert AG*, *Dortmunder Aktien Brauerei AG*, *Enrium AG*, *Stollwerk AG*, *Gerresheimer Glas AG*, *Salamander AG*, *Aditron AG*, *Edscha AG*, *Kamps AG*, *Stinnes AG*.

⁷²⁸ So zuletzt bei der *Tarkett AG* mit Sitz in Frankenthal; hier wurde die Börsennotierung der Gesellschaft am 20.7.2006 und damit unmittelbar nach Eintragung des Squeeze-Out ins Handelsregister vom selben Tag beendet.

⁷²⁹ Vetter, AG 2002, S. 176 (176).

⁷³⁰ BVerfGE 14, S. 263 ff. – *Feldmühlen-Urteil* (zur Mehrheitsumwandlung).

sowie der *MotoMeter*-Entscheidung aus dem Jahre 2000⁷³¹ vertreten wird, verfassungsrechtlich grundsätzlich zulässig, sofern die Interessen der Aktionäre ausreichend gewahrt sind.⁷³² Dabei stärkt diese Rechtsprechung wie auch die gesetzliche Squeeze-Out-Regelung einerseits die Stellung des Aktionärs als Kapitalanleger, schwächt jedoch andererseits deren Position als Verbandsmitglied.⁷³³

Mit Einführung Squeeze-Out-Regelung wurde einer Forderung aus Kreisen der Wirtschaft Rechnung getragen, die schon seit längerem eine Möglichkeit des Zwangsausschlusses von kleinen Restminderheiten aus einer Aktiengesellschaft gefordert hat.⁷³⁴ Diese Forderung erfolgte vor allem vor dem Hintergrund, dass auch eine noch so kleine Zahl an Minderheitsaktionären die Einhaltung umfangreicher gesellschaftsrechtlicher und handelsrechtlicher Verpflichtungen erfordert, was für die Gesellschaft mit einem Kostenaufwand verbunden ist, der aus wirtschaftlicher Sicht in keinem Verhältnis zu seinem Nutzen steht.⁷³⁵ Dies führt dazu, dass es aus Sicht der Gesellschaft ökonomisch nicht sinnvoll ist, sehr kleine Minderheiten in einer Aktiengesellschaft zu belassen. Ferner sollte die Einführung der §§ 327a ff. AktG der Stärkung des Wirtschaftsstandortes Deutschland dienen; der bislang fehlenden Ausschlussmöglichkeit und den beschriebenen unrentablen Kosten wurde eine Abschreckungswirkung auf ausländische Investoren zugeschrieben.⁷³⁶ Schließlich entspricht die Möglichkeit des Zwangsausschlusses kleiner Minderheiten inzwischen europäischem Standard.⁷³⁷ Letzten Endes war auch spätestens mit Einführung der Regelungen zur Abgabe eines Pflichtangebots im Rahmen des WpÜG einer entsprechenden Ausschlussmöglichkeit der Minderheitsaktionäre vorzusehen, da ein Hauptaktionär, der zur Abgabe eines Angebots an alle Aktionäre verpflichtet wird, dann auch die Möglichkeit haben sollte, Kleinstbeteiligun-

⁷³¹ *BVerfG*, NJW 2001, S. 2799 ff. – *MotoMeter*-Urteil (zur übertragenden Auflösung).

⁷³² Die Verfassungsmäßigkeit der Squeeze-Out Regelungen heute auch bejahend: *OLG Düsseldorf*, NZG 2004, S. 328 (329 f.); *OLG Stuttgart*, NZG 2004, S. 146 (148 ff.); *OLG Köln*, AG 2004, S. 39 (40 f.); *OLG Hamburg*, ZIP 2003, S. 2076 (2077 f.); *OLG Oldenburg*, ZIP 2003, S. 1351 ff.

⁷³³ *Vetter*, AG 2002, S. 176 (177).

⁷³⁴ *Vetter*, AG 2002, S. 176 (178).

⁷³⁵ *Vetter*, AG 2002, S. 176 (178) und oben Teil 2.A.I.3.

⁷³⁶ *Vetter*, AG 2002, S. 176 (178).

gen abzufinden, um tatsächlich die Position als alleiniger Anteilseigner zu erreichen.

(2) Kurze Analyse der ersten Squeeze-Out Verfahren in Deutschland

Erste Untersuchungen kurz nach Einführung der Squeeze-Out Regelungen haben ergeben, dass bereits in den ersten Monaten zahlreiche Squeeze-Outs in börsennotierten Unternehmen in Deutschland zu verzeichnen waren.⁷³⁸ Dies spricht für eine positive Aufnahme der Ausschlussmöglichkeit auf Seiten der Hauptaktionäre. Die nähere Betrachtung der Auswirkungen dieser Verfahren führte zu dem Ergebnis, dass in der überwiegenden Zahl der Fälle die Minderheitsaktionäre von dem Squeeze-Out in der Weise profitiert haben, dass diese Barabfindungen erhielten, die über dem Durchschnittskurs der vorangegangenen drei Monate lagen, in vielen Fällen sogar um mehr als 50%.⁷³⁹ Lediglich in 6 Fällen war ein Abschlag von mehr als 5% zu verzeichnen.⁷⁴⁰ Die Untersuchung aus dem Jahr 2002 stellte auch eine positive Wirkung auf die Entwicklung der Aktienkurse sowie der Handelsumsätze der untersuchten Unternehmen fest, so dass sie sowohl in ökonomischer Hinsicht, als auch aus Sicht des Minderheitenschutzes zu einem positiven Ergebnis gelangt.⁷⁴¹

b) Die Regelungen der §§ 327 a ff AktG

Der Ausschluss von Minderheitsaktionären hat im Einzelnen folgende Voraussetzungen:

- (a) 95% Beteiligung des Hauptaktionärs an einer AG oder KGaA;

⁷³⁷ Vetter, AG 2002, S. 176 (178).

⁷³⁸ Helms, in IMA-Arbeitsbericht, Fluch oder Segen für den deutschen Kapitalmarkt? Eine empirische Analyse der Squeeze-Outs in deutschen Aktiengesellschaften, S. 28.

⁷³⁹ Helms, in IMA-Arbeitsbericht, S. 29.

⁷⁴⁰ Helms, in IMA-Arbeitsbericht, S. 29.

⁷⁴¹ Helms, in IMA-Arbeitsbericht, S. 29 f.

- (b) Verlangen des Hauptaktionärs, einen Squeeze-Out-Beschluss herbeizuführen;
- (c) Festlegung einer angemessenen Barabfindung durch den Hauptaktionär;
- (d) Beibringung einer Gewährleistung durch ein Kreditinstitut (Bankgarantie) für die gesamte Barabfindung durch den Hauptaktionär;
- (e) Schriftlicher Bericht des Hauptaktionärs an die Hauptversammlung, der die Voraussetzungen für die Übertragung darlegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet;
- (f) Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung durch einen Prüfer, der auf Antrag des Hauptaktionärs durch das zuständige Gericht ausgewählt und bestellt wird;
- (g) Beschluss der Hauptversammlung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär;
- (h) Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das zuständige Handelsregister.

Obwohl die Squeeze-Out-Regelung zeitgleich mit dem WpÜG eingefügt wurde, ist es – im Gegensatz zum übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahren⁷⁴² – keine Voraussetzung des aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahrens, dass diesem ein öffentliches Übernahmeangebot vorangeht.⁷⁴³ Insofern hat sich der Gesetzgeber für eine rein gesellschaftsrechtliche Lösung für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entschieden. Eine solche Pflicht ergibt sich auch nicht aus der *Macrotron*-Entscheidung des BGH, da im Rahmen des Squeeze-Out ohnehin eine angemessene Barabfindung zu gewähren ist.

⁷⁴² Siehe hierzu unten Teil 3.C.III.2.

⁷⁴³ Vetter, AG 2002, S. 176 (176).

(1) Die 95%-Quote

Gemäß § 327 a AktG kann die Hauptversammlung auf Verlangen eines Aktionärs, der mindestens 95% des Grundkapitals der Gesellschaft hält, des so genannten Hauptaktionärs, die Übertragung der restlichen Aktien auf diesen gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Die gewählte Quote wird in der Literatur überwiegend als richtig angesehen; sie ist für den Mehrheitsaktionär in angemessener Zeit zu vertretbaren Kosten erreichbar und führt nicht zu einer über- großen Zahl von auszuschließenden Minderheitsaktionären.⁷⁴⁴

Bei der Berechnung der erforderlichen Kapitalmehrheit sind gemäß § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG die der Gesellschaft selbst gehörenden eigenen Aktien nicht zu berücksichtigen. Schuldrechtliche Ansprüche auf den Bezug von Aktien (Bezugsrechte) sind ebenfalls nicht in die Berechnung einzubeziehen.⁷⁴⁵ Hinzuge- rechnet werden dagegen Aktien, die dem Hauptaktionär wirtschaftlich zuzuordnen sind (beispielsweise auf Rechnung des Hauptaktionärs von Dritten gehaltene An- teile, oder Aktien, die einem von ihm abhängigen Unternehmen gehören). Haupt- aktionär kann jede natürliche oder juristische Person sein, ferner jede rechtsfähige Gesellschaft, einschließlich der BGB-Gesellschaft sowie Erben- und Gütergemein- schaften.⁷⁴⁶ So kann beispielsweise auch eine BGB-Gesellschaft Hauptaktionärin sein, in die mehrere Beteiligte ihre Aktien dauerhaft⁷⁴⁷ eingebracht haben.

(2) Informations- und Berichtspflichten

Nach dem Vorbild der Berichtserfordernisse bei Unternehmensverträgen, Einglie- derungen und Umwandlungsmaßnahmen sieht § 327c Abs. 2 S. 1 AktG eine Be- richtspflicht vor. Diese ist beim Squeeze-Out allerdings nicht vom Vorstand, son- dern von dem das Verfahren betreibenden Hauptaktionär zu erfüllen. Hierbei sind

⁷⁴⁴ Krieger, BB 2002, S. 53 (54).

⁷⁴⁵ Grunewald, ZIP 2002, S. 18 ff.

⁷⁴⁶ Hüffer, AktG, § 327a Rn. 7.

⁷⁴⁷ Erfolgt die Einbringung nur vorübergehend, liegt ggf. eine Umgehung der Squeeze-Out- Regelung vor, hierzu Baums, WM 2001, S. 1843 (1846).

die Voraussetzungen der Übertragung zu erläutern. Hierzu gehört insbesondere die Darlegung der erforderlichen Kapitalbeteiligung nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG, der Nachweis des Vorliegens einer Bankgarantie nach § 327b Abs. 3 AktG sowie die Beschreibung der Folgen für die Minderheitsaktionäre.⁷⁴⁸ Des Weiteren muss die Erläuterung der Angemessenheit der Barabfindung erfolgen (vgl. § 327b Abs. 1 S. 1 HS 2 AktG).

Die Information der (Minderheits-)Aktionäre wird durch die Pflicht zur Auslegung der in § 327c Abs. 3 AktG genannten Unterlagen zur Einsicht der Aktionäre und die Pflicht zur Erteilung von Abschriften dieser Unterlagen (§ 327c Abs. 4 AktG) ergänzt. Eine Erläuterung des Übertragungsbeschlusses durch den Hauptaktionär ist vom Gesetz nicht vorgeschrieben.

(3) Handelsregistereintragung

Nach erfolgtem Übertragungsbeschluss durch die Hauptversammlung ist dieser durch den Vorstand zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden (§ 327e Abs. 1 AktG). Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister ist Voraussetzung für den Übergang der Aktien auf den Hauptaktionär (§ 327e Abs. 3 S. 1 AktG). Mit der Eintragung verbriefen etwa ausgegebene Aktienurkunden nur noch den Anspruch auf die Barabfindung (§ 327e Abs. 3 S. 2 AktG).

Das Eintragserfordernis und die damit einhergehende registergerichtliche Überprüfung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre wird im Interesse der Rechtssicherheit als sinnvoll erachtet.⁷⁴⁹

⁷⁴⁸ Krieger, BB 2002, S. 53 (59).

⁷⁴⁹ Krieger, BB 2002, S. 53 (58).

c) Die Abfindung der Minderheitsaktionäre

(1) Die Bemessung der Barabfindung durch den Hauptaktionär

Nach den aktienrechtlichen Regelungen zum Squeeze-Out Verfahren legt der Hauptaktionär selbst die Höhe der an die außen stehenden Minderheitsaktionäre zu zahlenden Barabfindung fest. Einzig gesetzliche Vorgabe ist hierbei, dass diese angemessen ist (§ 327a Abs. 1 S. 1 AktG). So müssen bei der Festlegung der Abfindungshöhe insbesondere die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigt werden (§ 327b Abs. 1 S. 1 HS 2 AktG). Mit diesen Regelungen entspricht der Gesetzgeber den inhaltsgleichen Regelungen über die Barabfindung bei Unternehmensverträgen, bei der Eingliederung und bei Umwandlungsmaßnahmen, so dass auch beim Squeeze-Out die dort entwickelten Grundsätze zu gelten haben.

Danach hat der Aktionär Anspruch auf den vollen Wert seiner Beteiligung. Dessen Untergrenze ist nach der Rechtsprechung des BVerfG⁷⁵⁰ durch den Börsenkurs definiert, der nur dann unterschritten werden darf, wenn er ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.⁷⁵¹ Als Beispiel wird hierfür das Vorliegen einer Marktenge genannt, die besteht, wenn lediglich 5% der Aktien nicht in Händen des Hauptaktionärs sind, so dass der Börsenkurs *de facto* möglicherweise nicht zu erzielen wäre.

Im Falle der Erforderlichkeit einer Wertermittlung stehen verschiedene Verfahren zur Verfügung:

(a) Ertragswertverfahren

Bei dem Ertragswertverfahren handelt es sich um ein zwischenzeitlich allgemein durchgesetztes und auch von der Rechtsprechung als sinnvolles Wertverfahren anerkanntes Bewertungsverfahren. Wichtig hierbei ist, dass auch die zukunftsori-

⁷⁵⁰ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436 (1440 ff.) – DAT/Altana.

entierten Ertragspotentiale des Unternehmens in die Kaufpreisermittlung einbezogen werden. Vereinfacht dargestellt erfolgt die Bewertung in vier Schritten: Zunächst werden die Betriebsergebnisse der letzten drei Jahre ermittelt. Diese werden sodann um die außerordentlichen Erträge und Aufwendungen bereinigt. In einem dritten Schritt werden die bereinigten durchschnittlichen Betriebsergebnisse der letzten drei Jahre ermittelt (Formel: bereinigtes durchschnittliches Betriebsergebnis der letzten drei Jahre \times 100 + Zinssatz). Zuletzt erfolgt die Kapitalisierung des durchschnittlichen Betriebsergebnisses der letzten drei Jahre mit einem Zinssatz.⁷⁵²

(b) Discounted-Cash-Flow-Methode

Ein weiteres Verfahren zur Unternehmensbewertung ist die Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF), welche aus der anglo-amerikanischen Bewertungspraxis hervorgeht und sich in zunehmendem Maße auch in Deutschland etabliert. Die Berechnung basiert einerseits auf dem zukünftigen Free Cash Flow, den das Unternehmen voraussichtlich erwirtschaften kann, und den Zinssatzerwartungen potentieller Investoren. Anders als bei der Ertragswertmethode werden bei der DCF die überwiegend zukünftigen Einzahlungsüberschüsse, die man als Cashflow bezeichnet, einschließlich der Zinsen auf das Fremdkapital des Unternehmens mit dem gewogenen Kapitalkostensatz, der im Unternehmen gebundenen finanziellen Mittel abgezinst. Wie bei der Ertragswertmethode wird ein Barwert von Zahlungsströmen berechnet.⁷⁵³

(c) Buchwertmethode

Demgegenüber erfolgt die Bewertung mit der Buchwertmethode dem Namen entsprechend auf der Grundlage der Buchwerte.

⁷⁵¹ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436 (1442) – DAT/Altana.

⁷⁵² Siehe dazu ausführlich *Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG, S. 54 ff., 72 ff.

⁷⁵³ Siehe dazu ausführlich *Komp*, S. 82 ff.

(d) Börsenkurs

Hinsichtlich der Ermittlung des Börsenwertes ist nach der Rechtsprechung des BVerfG nicht auf einen punktuellen Kurs an einem bestimmten Stichtag abzustellen, sondern auf einen Durchschnittswert.⁷⁵⁴ Die Diskussion über den dabei zu berücksichtigenden Zeitraum hat sich inzwischen, dem BGH folgend,⁷⁵⁵ bei einer Dreimonatsperiode eingependelt.⁷⁵⁶

Nach wie vor umstritten ist jedoch die konkrete Berechnung des Referenzzeitraums. Dieser wurde überwiegend ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des Umstrukturierungsvorhabens gerechnet.⁷⁵⁷ Demgegenüber stellte der BGH vor Einführung der Squeeze-Out-Regelungen auf den Zeitraum unmittelbar vor der Beschlussfassung der Hauptversammlung ab.⁷⁵⁸ Während sich der BGH damals auf den Gesetzeswortlaut – „im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung“ beruft, will die Gegenansicht Kursreaktionen auf das Bekanntwerden der Umstrukturierungsmaßnahmen außen vor lassen.⁷⁵⁹ Hierfür spricht auch eine systematische Auslegung der heutigen Squeeze-Out-Regelungen. Diese zeigt, dass der Gesetzgeber bei Einführung dieser Regelungen auf einen früheren Zeitraum abgestellt haben muss, da er die Bestimmung der Barabfindung bereits vor Beginn der Hauptversammlung voraussetzt (siehe z.B. in § 327c Abs. 2 und 3 AktG).

(2) Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 S. 2 AktG). Im Gegensatz zu § 293c Abs. 1 S. 1 AktG, der die Prüfung bei der Eingliederung regelt, wird beim Squeeze-Out der

⁷⁵⁴ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436, 1442 – DAT/Altana.

⁷⁵⁵ BGH, ZIP 2001, S. 734 (737) – DAT/Altana.

⁷⁵⁶ Vgl. Krieger, BB 2002, S. 53 (56).

⁷⁵⁷ OLG Stuttgart, AG 2000, S. 428 (429); LG Dortmund, ZIP 2001, S. 739; Krieger, BB 2002, S. 53 (56).

⁷⁵⁸ BGH, ZIP 2001, S. 734 (737) – DAT/Altana.

⁷⁵⁹ Vgl. Krieger, BB 2002, S. 53 (56); Schlitt, ZIP 2004, 533, 538; Drukarczyk, in FS f. Scherrer (2004), S. 625, 638.

sachverständige Prüfer nicht vom Hauptaktionär ausgewählt, sondern ist vom Gericht zu bestellen (§ 327c Abs. 2 S. 3 AktG). Dies soll der Erhöhung der Akzeptanz des Prüfungsergebnisses für die Minderheitsaktionäre sowie einer Beschleunigung etwaiger Spruchverfahren dienen, in denen dann die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens verzichtbar erscheint.⁷⁶⁰

(3) Gerichtliche Nachprüfung der Abfindung im Spruchstellenverfahren

Die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung erfolgt nach § 327f AktG ausschließlich im Spruchverfahren. Dabei kann jedoch mit der Anfechtungsklage gegen einen Übertragungsbeschluss vorgegangen werden, der keine oder keine ordnungsgemäße Barabfindung vorsieht (§ 327f S. 3 AktG). Sollte eine solche Anfechtungsklage versäumt worden, abgewiesen oder zurückgenommen worden sein, steht wiederum das Spruchverfahren offen (§ 327f S. 3 AktG).

d) Der Ablauf eines Squeeze-Out-Verfahrens

Sobald der Hauptaktionär die Übertragung der Aktien auf ihn verlangt, hat der Vorstand unverzüglich und ungeachtet seiner sonst bestehenden Weisungsfreiheit die Hauptversammlung einzuberufen (§§ 327 a Abs. 1 S. 1, 121 Abs. 2 S. 1 AktG). Beschlussgegenstand ist dabei die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär. Vorstand und Aufsichtsrat haben gemäß § 124 Abs. 1 AktG zur Beschlussfassung einen Vorschlag zu unterbreiten.

Die Einberufung der Hauptversammlung hat gemäß § 327c AktG zu erfolgen. Vom Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung an sind (1) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, (2) Jahresabschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre, (3) der Squeeze-Out-Bericht des Hauptaktionärs, sowie (4) der Prüfungsbericht zur Angemessenheit der Barabfindung durch einen vom Gericht ausgewählten Prüfer bei der Gesellschaft sowie später in der Hauptversammlung auszulegen.

⁷⁶⁰ Krieger, BB 2002, S. 53 (59).

In der Hauptversammlung kann der Vorstand dem Hauptaktionär gemäß § 327d AktG Gelegenheit geben, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Angemessenheit der Barabfindung mündlich zu erläutern. Im Anschluss an die Beschlussfassung der Hauptversammlung, für die gem. § 133 Abs. 1 AktG die einfache Mehrheit genügt, ist der Übertragungsbeschluss gemäß § 327 e AktG zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden. Der Anmeldung ist die Niederschrift des Übertragungsbeschlusses beizufügen. Das zuständige Registergericht überprüft die Anmeldung sowohl in formeller als auch in materieller Hinsicht. Dabei wird insbesondere auch das Vorliegen der 95%-igen Kapitalmehrheit geprüft. Mit der Anmeldung hat der Vorstand gegenüber dem Registergericht eine Negativerklärung gemäß § 327 e AktG i.V.m. § 319 Abs. 5 AktG abzugeben, dass keine Klage gegen die Wirksamkeit des Hauptversammlungsbeschlusses erhoben wurde. Liegt diese Negativerklärung nicht vor, darf der Squeeze-Out nicht eingetragen werden (Registersperre). Diese Registersperre kann allerdings im sog. Freigabeverfahren nach §§ 327e Abs. 2 i.V.m. 319 Abs. 6 S. 1 AktG überwunden werden.⁷⁶¹ Die Gerichtspraxis zeigt, dass damit nicht selten eine zeitnahe Eintragung erreicht werden kann.⁷⁶²

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses vollzieht sich kraft Gesetzes der Übergang des Eigentums an den Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär. Sind über die übertragenen Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben, verbriefen diese bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär nunmehr den Anspruch auf Barabfindung.⁷⁶³

⁷⁶¹ Vgl. *Frhr. v. Schnurbein*, AG 2005, S. 725 ff.

⁷⁶² *Frhr. v. Schnurbein*, AG 2005, S. 725 (734). Selbst wenn das Freigabeverfahren über die beiden möglichen Instanzen (sofortige Beschwerde, vgl. *Neumann/Siebmann*, DB 2006, S. 435 (438)) getrieben wird, kommt es in der Regel nach 6 bis 9 Monaten zur Umsetzung der Maßnahme, vgl. *Austmann/Mennicke*, NZG 2004, 846 (852).

⁷⁶³ *Hüffer*, AktG, § 327e Rn. 4.

e) Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?

Grundsätzlich rechtfertigt sich die Einführung des aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahrens insbesondere aus der Überlegung, dass jede Gesellschaft sämtliche die Minderheitsaktionäre schützenden Verhaltens- und Veröffentlichungspflichten kostenwirksam zu beachten hat, auch wenn die Zahl der verbliebenen Minderheitsaktionäre nur noch verschwindend gering ist. Dies erscheint in Anbetracht der tatsächlichen wirtschaftlichen Situation sowie der geringen faktischen Bedeutung der Aktionärsminorität innerhalb der Gesellschaft vielfach als nicht angemessen. Vor diesem Hintergrund bejaht die ganz herrschende Literatur, die überwiegende Anzahl der Zivilgerichte sowie zwischenzeitlich sogar der BGH⁷⁶⁴ die Verfassungsmäßigkeit der Squeeze-Out-Regelung.⁷⁶⁵

Die Regelung ist auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht von Vorteil.⁷⁶⁶ Nur dann, wenn ein Finanzinvestor tatsächlich eine Möglichkeit sieht, die von ihm angestrebten Reorganisationen und Umstrukturierungen zur Freisetzung nicht genutzter Wertpotentiale der Gesellschaft unabhängig von Anfechtungsgefahren durch Minderheitsaktionäre durchzusetzen, besteht für ihn ein Anreiz zur Durchführung von Going Private Transaktionen. Diese wiederum führen, wie eingangs dargestellt, zu einer Erhöhung der allgemeinen Wohlfahrt und sind aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswert.

Dementsprechend werden die Regelungen zum Squeeze-Out den Interessen der Finanzinvestoren grundsätzlich gerecht.⁷⁶⁷ Zum einen ist die zur Durchführung eines Squeeze-Out erforderliche Anteilsquote von 95% angemessen, da diese ei-

⁷⁶⁴ BGH, Beschluss vom 25.10.2005, BB 2005, S. 2651 (2652).

⁷⁶⁵ Vgl. die Nachweise bei *Bungert*, BB 2005, S. 2652 (2653).

⁷⁶⁶ *Krafczyk*, in Schuster/Widmer, Wege aus der Banken- und Börsenkrise, S. 257 (267) spricht insoweit von einer „Steigerung der Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland“.

⁷⁶⁷ Die oben geschilderten ersten Erfahrungen mit dem Instrument bestätigen dies. So besteht für sie insbesondere die Möglichkeit, die von ihnen übernommene Gesellschaft gänzlich zu übernehmen und Umstrukturierungsmaßnahmen ohne Einbeziehung der Minderheitsaktionäre durchzuführen. Von dieser Möglichkeit wurde in der Vergangenheit rege Gebrauch gemacht.

nerseits für den Mehrheitsaktionär in akzeptabler Zeit und zu vertretbaren Kosten erreichbar ist und andererseits nicht zu einer übergroßen Zahl von auszuschließenden Minderheitsaktionären führt.⁷⁶⁸ Ferner sieht sich der Finanzinvestor in Hinblick auf das Verfahren eines Squeeze-Out einem klaren zeitlichen Regelungsrahmen gegenüber; so kann insbesondere die Angemessenheit der Barabfindung ausschließlich im Wege des Spruchverfahrens einer gerichtlichen Überprüfung unterzogen werden. Somit können diesbezügliche Klagen von Aktionären die Eintragung des Squeeze-Out Beschlusses ins Handelsregister und damit seine Wirksamkeit nicht hinauszögern.

Heute findet eine Going Private Transaktion in den meisten Fällen im Wege des Squeeze-Out statt.⁷⁶⁹ Die Möglichkeit eines kalten Delistings wird lediglich dann in Betracht gezogen, wenn die für den Squeeze-Out erforderliche 95%-Schwelle im Übernahmeverfahren nicht erreicht wird.⁷⁷⁰

⁷⁶⁸ Krieger, BB 2002, S. 53 (54).

⁷⁶⁹ Interessant zu beobachten ist, dass mittlerweile auch der Finanzmarkt und damit auch der Minderheitsaktionär von diesem Trend zur Durchführung eines Squeeze-out als Going Private Technik zu profitieren scheint. So wurde erkannt, dass es sinnvoll sein kann, in Depots zu investieren, für die ein Squeeze-out in Frage kommt. Diesen Trend hat zuerst das Kölner Bankhaus Sal. Oppenheim aufgegriffen und im April 2004 den ersten Squeeze-Out-Fond ins Leben gerufen. Hierbei wurden unter allen deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften die zehn im Hinblick auf ihr Kurspotential aussichtsreichsten Squeeze-Out-Kandidaten ausgewählt und zu einem Zertifikat gebündelt. Mit Erfolg: seit Auflage des Fonds konnte der Wert des Papiers um knapp 10 Prozent gesteigert werden, vgl. Financial Times Deutschland, 08.01.2005 (Verf.: Mayriedl).

⁷⁷⁰ Beispiel hierfür ist das Übernahmeverfahren des Automobilzulieferers W.E.T. Automotive Systems AG durch den Finanzinvestor HgCapital; nachdem hier die 95%-Schwelle im Übernahmeangebot nicht erreicht werden konnte, wurde in der Hauptversammlung Ende 2003 ein Verschmelzungsbeschluss gefasst.

Dass das Erreichen dieser Schwelle immer schwieriger wird, zeigt eine interessante Entwicklung der letzten Zeit: Beobachtungen haben gezeigt, dass die Annahmequoten in Übernahmeangeboten bei den Gesellschaften, bei denen ein Squeeze-Out erwartet wurde, sanken. Grund hierfür ist, dass einige Anleger lieber die Durchführung eines Squeeze-Out-Verfahrens abwarten, anstatt ihre Aktien im Übernahmeverfahren zu tendern, um eine höhere Abfindung im Rahmen des Zwangsausschlussverfahrens zu erzielen. Dass diese Rechnung allerdings nicht immer aufgeht, zeigte beispielsweise das Squeeze-Out-Verfahren, welches Barilla im Jahr 2003 bei der Kamps AG durchgeführt hat. Während hier im Rahmen des Übernahmeangebots noch eine Gegenleistung in Höhe von Euro 12,50 je Aktie gewährt wurde, wurde die Minderheitsaktionäre im Rahmen des Squeeze-Out mit einer Barabfindung in Höhe von Euro 12,14 je Aktie herausgedrängt. Eine solche Konstellation ist jedoch seither ein Einzelfall geblieben.

Aus Sicht der Finanzinvestoren nachteilig ist jedoch die Tatsache, dass die gesetzlichen Squeeze-Out Regelungen keine konkreten Vorgaben dahingehend enthalten, wie die an die Aktionäre zu gewährende Barabfindung zu berechnen ist. Diese muss zwar angemessen sein; so müssen bei der Festlegung der Abfindungshöhe insbesondere die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigt werden. Was dies konkret bedeutet, legt der Gesetzgeber jedoch nicht fest. Da, wie bereits vorstehend dargestellt, für einen Finanzinvestor auch die Kalkulierbarkeit im Hinblick auf die auf ihn zukommenden Kosten einer Going Private Transaktion ein wesentliches Entscheidungskriterium im Vorfeld seiner Investition darstellt, wird der Finanzinvestor die gesetzlichen Squeeze-Out Regelungen an dieser Stelle als nicht ausreichend erachten. Auch hier muss er, ebenso wie bei Durchführung eines regulären Delistings, damit rechnen, dass im Rahmen eines Spruchverfahrens seine Barabfindung als unangemessen eingestuft wird und er sich entsprechenden, nicht einkalkulierten Nachzahlungsansprüchen der Minderheitsaktionäre gegenüber sieht. Dies könnte die Transaktion nicht unerheblich verteuern.

Gleichermaßen erscheint aus Sicht der Minderheitsaktionäre problematisch, dass der Hauptaktionär selbst die Höhe der Barabfindung festlegt. In diesem Zusammenhang ist, wie nachfolgend⁷⁷¹ aufgezeigt wird, eine Übervorteilung der Aktionäre aufgrund des Informationsvorsprungs des Hauptaktionärs nicht auszuschließen. Aus deren Sicht erscheinen die Squeeze-Out Regelungen zur Höhe der Barabfindung daher ebenso unzulänglich.

2. Übernahmerechtliches Squeeze-Out-Verfahren

Seit Infratreten des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes zur Umsetzung der europäischen Übernahmerrichtlinie 2004/25/EG sieht auch das WpÜG ein spezielles übernahmerechtliches Squeeze-Out Verfahren vor (§§ 39a bis b WpÜG n.F.). § 39a Abs. 6 WpÜG n.F. stellt klar, dass die aktienrechtlichen Squeeze-Out-

⁷⁷¹ Siehe hierzu unten Teil 3.C.III.3.

Vorschriften nach Stellung des Antrags für ein WpÜG-Squeeze-Out bis zum rechtskräftigen Abschluss dieses Verfahrens keine Anwendung finden.

a) Squeeze-Out Verfahren nach dem WpÜG n.F.

Nach einem öffentlichen Übernahme- oder Pflichtangebot kann nunmehr ein Bieter, dem Aktien der Zielgesellschaft in Höhe von mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals der Zielgesellschaft gehören, beantragen, dass durch Gerichtsbeschluss die übrigen stimmberechtigten Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung auf ihn übertragen werden (§ 39a Abs. 1 S. 1 WpÜG n.F.). Entscheidend dabei ist, dass die 95%-Schwelle in einem „engen zeitlichen Zusammenhang“⁷⁷² mit dem öffentlichen Angebot erreicht wird.⁷⁷³ Die Art der Abfindung hat der Gegenleistung des Übernahme- oder Pflichtangebots zu entsprechen. Stets ist wahlweise eine Geldleistung anzubieten. Wenn der Bieter aufgrund des öffentlichen Angebots Aktien in Höhe von mindestens 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat, wird gesetzlich unwiderleglich vermutet, dass die im öffentlichen Übernahmeangebot gewährte Gegenleistung eine angemessenen Squeeze-Out-Abfindung darstellt (§ 39a Abs. 3 WpÜG n.F.).⁷⁷⁴

Ein wichtiger Unterschied zum aktienrechtlichen Squeeze-Out besteht daher darin, dass nach WpÜG die Übertragung der Aktien auf den Bieter nicht von der Hauptversammlung beschlossen und nicht erst mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister wirksam werden wird. Beim übernahmerechtlichen Squeeze-Out erfolgt die Übertragung vielmehr allein aufgrund eines Gerichtsbeschlusses (ausschließliche Zuständigkeit des Landgerichts Frankfurt am Main), gegen den die sofortige Beschwerde zulässig ist (FGG-Verfahren). Eine weitere Beschwerde ist ausgeschlossen (§ 39b Abs. 3 WpÜG n.F.). Mit rechtskräftiger Entscheidung gehen alle Aktien der übrigen Aktionäre auf den Bieter über (§ 39b Abs. 5 WpÜG n.F.).

⁷⁷² Reg.-Begr. BR-Drs 154/06, S. 23 f.

⁷⁷³ Vgl. van Kann/Just, DStR 2006, S. 328 (331).

⁷⁷⁴ Reg.-Begr. BR-Drs 154/06, S. 25; Seibt/Heiser, AG 2006, S. 301 (318) m.w.N.

b) Zwischenergebnis: Hinreichender Schutz der Minderheitsaktionäre unter Wahrung der Interessen des Finanzinvestors?

Im Vergleich zum aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahren hat das Verfahren zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach dem WpÜG n.F. aus Sicht der Finanzinvestoren und der Minderheitsaktionäre verschiedene Vor- und Nachteile.

Für den Finanzinvestor liegt ein klarer Vorteil der Regelung darin, dass für die Aktienübertragung der Minderheitsaktionäre kein Hauptversammlungsbeschluss mehr erforderlich ist; der damit verbundene Vorbereitungsaufwand entfällt daher ebenso wie die Anfechtungsrisiken, welche in der Regel eine Verzögerung der Wirksamkeit des Squeeze-Out Beschlusses zur Folge haben, entfallen dementsprechend. Genau dies hat jedoch andererseits erhebliche Nachteile für die Minderheitsaktionäre: diese verlieren durch den Verzicht auf einen Hauptversammlungsbeschluss als Basis für die Durchführung des übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahren ihre Informationsrechte.⁷⁷⁵ Die in § 39b Abs. 2 WpÜG n.F. grundsätzlich vorgesehene Möglichkeit der betroffenen Aktionäre der Zielgesellschaft, sich an dem gerichtlichen Ausschlussverfahren zu beteiligen, wird damit weitgehend entwertet: mangels entsprechender Informationsbasis können die Minderheitsaktionäre zu den streitentscheidenden Punkten, insbesondere zu der Frage, ob die rechtlichen Voraussetzungen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out vorliegen und die festgelegte Barabfindung angemessen ist, nichts beitragen. Damit wird den Minderheitsaktionären eine effektive Wahrnehmung ihrer Rechte im Rahmen des gerichtlichen Ausschlussverfahrens versperrt.

Vorteilhaft aus Sicht der Finanzinvestoren erscheint ferner auf den ersten Blick die unwiderlegbare Vermutung der Angemessenheit der Gegenleistung im Falle eines Erwerbs von 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals im Rahmen eines Übernahmeangebots. Dies erspart zeit- und kostenintensive Bewertungsverfah-

⁷⁷⁵ Dies gilt insbesondere für den schriftlichen Übertragungsbericht im Sinne von § 327c Abs. 3 AktG sowie das flankierende Auskunftsrecht in der Hauptversammlung.

ren.⁷⁷⁶ Bei näherem Hinschauen wird jedoch deutlich, dass diese unwiderlegliche Vermutung der Angemessenheit aufgrund des relativ hohen Schwellenwertes eines Erwerbs von 90% nur in den seltensten Fällen zum Tragen kommen wird;⁷⁷⁷ so zeigt eine Analyse der seit Inkrafttreten des WpÜG im Jahre 2002 durchgeführten Übernahmeverfahren, dass diese Annahmequote bisher nur in fünf von über 120 Übernahmeszenarien, d.h. nur in etwas mehr als 4% der Fälle, erreicht wurde.⁷⁷⁸

Zwar mag dies in der Vergangenheit auch daran gelegen haben, dass der Bieter im Vorfeld der Übernahme mit dem bisherigen Hauptaktionär in der Regel einen separaten Aktienkaufvertrag abgeschlossen hat, anstatt diesen im Wege eines sog. „Irrevocables“⁷⁷⁹ zur Einlieferung seiner Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots zu verpflichten. Da in diesem Fall die im Wege eines Aktienkaufvertrages außerhalb des Angebots erworbenen bzw. zu erwerbenden Aktien nicht mehr von dem Übernahmeangebot „betroffen“ sind, wie die der Wortlaut des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. fordert, werden diese Aktien bei der Berechnung der 90%-Schwelle nicht mitgerechnet, so dass das Erreichen dieser Schwelle erschwert wird.⁷⁸⁰

⁷⁷⁶ Tretzmüller-Szauer, AG 2006, R 83.

⁷⁷⁷ Tretzmüller-Szauer, AG 2006, R 83.

⁷⁷⁸ *DePfa Holding PLC / DePfa Deutsche Pfandbriefbank AG* (03.01.2002; Annahmequote: 95,1%); *Finba Bakery Europe AG / Kamps AG* (15.04.2002; Annahmequote: 92,1%); *AWD Holding AG / tecis Holding AG* (26.05.2002; 97,07%); *Bechtle Aktiengesellschaft / PSB Aktiengesellschaft für Programmierung und Systemberatung* (25.03.2003; Annahmequote: 92,2%); *Unicredito Italiano S.p.A. / HypoVereinsbank AG* (12.06.2005; 93,93%). Quelle: eigene Auswertung der bisherigen Übernahmeverfahren.

⁷⁷⁹ Unter einem „Irrevocable“ ist eine Vereinbarung zwischen dem künftigen Bieter und dem bisherigen Hauptaktionär der Zielgesellschaft zu verstehen, wonach sich Letzterer im Vorfeld einer Übernahme unwiderruflich verpflichtet, seine Aktien im Rahmen des dann folgenden Übernahmeangebots zugunsten des Bieters einzuliefern. Ein solcher „Irrevocable“ hat für den Bieter jedoch häufig die nachteilige Folge, dass der bisherige Hauptaktionär – im Gegensatz zu einem regulären Aktienkaufvertrag – mit dieser Verpflichtungserklärung in der Regel keine Garantien in Bezug auf seine Beteiligung an der Zielgesellschaft übernimmt.

⁷⁸⁰ Dies zeigt folgendes Rechenbeispiel: Hält der Bieter im Vorfeld des Übernahmeangebots keine Aktien an der Zielgesellschaft und erwirbt er von einem bisherigen Hauptaktionär 80% der Anteile außerhalb des Übernahmeangebots, sind 20% des Grundkapitals der Zielgesellschaft von dem Übernahmeangebot betroffen. Um die 90%-Schwelle des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. zu erfüllen, müssten mindestens 18% der außenstehenden Aktionäre das Angebot annehmen (90% von 20%); der Bieter müsste also insgesamt mindestens 98% der Anteile erwerben. Verpflichtet sich der Hauptaktionär jedoch im Rahmen eines Irrevocables zur Einlieferung der Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots, müsste der Bieter zur Erfüllung der Voraussetzungen des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. insgesamt nur 90% der Aktien erwerben, zuzüglich der 5%, die ihm für das Erreichen der erforderlichen Squeeze-Out Schwelle von 95% noch fehlen. Dies wäre dann insgesamt maximal nur 95% der Aktien.

Wertet man jedoch die bisherigen Übernahmeverfahren unter der Annahme aus, dass die im Rahmen von Aktienkaufverträgen erworbenen Aktien im Wege eines Irrevocables in das Übernahmeangebot eingeliefert worden wären, so verbessert sich das Bild nur unwesentlich: in diesem Fall wäre die relevante Schwelle von 90% der von dem Angebot betroffenen Aktien lediglich in weiteren sieben Fällen⁷⁸¹, d.h. insgesamt in nur ca. 10% der Übernahmeszenarien, erreicht worden. Es ist daher nicht zu erwarten, dass der Vorteil der Neuregelung des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. für die Finanzinvestoren auch vor dem Hintergrund künftig möglicherweise vermehrt auftretender Irrevocables häufig Anwendung finden wird.

Eindeutig nachteilig aus Sicht der Finanzinvestoren ist ferner, dass die Neuregelungen des WpÜG keinen Verweis auf ein Spruchverfahren enthalten, so dass davon auszugehen ist, dass die Angemessenheit der Abfindung – sofern nicht der seltene Fall der Vermutung der Angemessenheit greift – im FGG-Beschlussverfahren selbst zu überprüfen ist. Die mit dem Ausschlussverfahren ausweislich der Gesetzesbegründung intendierte Beschleunigungswirkung kann demnach nicht erreicht werden, da gemäß § 39b Abs. 1 WpÜG n.F. in Verbindung mit dem FGG der Amtsermittlungsgrundsatz gilt. Damit muss das Gericht sämtlichen – auch bewertungsbezogenen – Einwendungen von Minderheitsaktionären nachgehen, die sich dem Verfahren angeschlossen haben. Da für die Wirksamkeit der Übertragung die gerichtliche Entscheidung rechtskräftig sein muss, kommt es aufgrund der durch die umfassende und langwierige Bewertungsprüfung zu erwartenden Verzögerungen und den ebenfalls zu erwartenden Rechtsmittelverfahren voraussichtlich zu noch größeren Verzögerungen der Wirksamkeit des Ausschlusses als beim aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahren, bei dem die Möglichkeit eines Freigabeverfahrens besteht.⁷⁸² Ferner kann das Ausschlussverfahren nach

⁷⁸¹ *Bilfinger Berger AG / Rheinhold & Mahla AG* (06.06.2002; Annahmequote: 98,5%); *DB Sechste Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH / Stinnes AG* (03.07.2002; Annahmequote: 99,7%); *EdCar Beteiligungs GmbH & Co. KG / Edscha AG* (12.11.2002; 98,1%); *ITT Industries German Holding GmbH / WEDECO AG* (11.11.2003; Annahmequote: 91,9%); *Carlsberg Deutschland GmbH / Holsten Brauerei AG* (20.01.2004; 98,1%); *Telco Holding S.a.r.l. / debitel AG* (30.04.2004; 96,1%); *Nachtwache Acquisition GmbH / G. Kromschröder AG* (28.06.2005; 95,9%). Quelle: eigene Auswertung der bisherigen Übernahmeverfahren.

⁷⁸² Vgl. Schüppen, BB 2006, S. 165 (168).

§ 39b WpÜG n.F. unter Umständen sogar noch länger dauern als ein klassisches Spruchverfahren, da beschleunigende Elemente wie beispielsweise die Vorschriften zu Antragsfristen und Antragsbegründung sowie zur Verfahrensförderungspflicht in § 39b WpÜG n.F. vollends fehlen. Warum das Beschlussverfahren mit dieser Angemessenheitsprüfung belastet werden soll und sich das Gericht hierbei mit Sach- und Rechtsfragen zu befassen soll, die denen des klassischen Spruchverfahrens entsprechen, ist aufgrund der damit verbundenen erheblichen Verzögerungen nicht einzusehen.⁷⁸³ Stattdessen hätte der Gesetzgeber die Angemessenheitsprüfung ausdrücklich in ein gesondertes Verfahren (Spruchverfahren oder Musterfeststellungsverfahren nach KapMuG) verlagern sollen,⁷⁸⁴ damit es nicht zu einer Verzögerung der Wirksamkeit des übernahmerechtlichen Squeeze-Out kommt.⁷⁸⁵

Darüber hinaus ergeben sich auch im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens sowohl für den Finanzinvestor als auch für den Minderheitsaktionär die im Rahmen des aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahrens beschriebenen Probleme im Hinblick auf die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung,⁷⁸⁶ da auch das WpÜG n.F. – abgesehen von der vorstehend beschriebenen Angemessenheitsvermutung – keine entsprechenden gesetzlichen Vorgaben für die Berechnung der Barabfindung enthält.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass das übernahmerechtliche Squeeze-Out Verfahren sowohl aus Sicht der Finanzinvestoren als auch aus Sicht der Minderheitsaktionäre in praktischer Hinsicht erhebliche Defizite ausweist. Ob und inwieweit dieses Verfahren aufgrund der damit verbundenen Nachteile für den Hauptaktionär neben der weiterhin bestehenden Möglichkeit eines aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahrens in der Praxis überhaupt Bedeutung erlangen wird, bleibt daher abzuwarten.

⁷⁸³ *Schüppen*, BB 2006, S. 165 (169); *Seibt/Heiser*, AG 2006, S. 301 (319).

⁷⁸⁴ *Seibt/Heiser*, AG 2006, S. 301 (319).

⁷⁸⁵ Vgl. *Seibt/Heiser*, ZGR 2005, S. 200 (247).

⁷⁸⁶ Siehe hierzu oben Teil 3.C.III.1.e.

IV. Verbesserungsvorschlag für den Regelungsrahmen der Techniken des Going Private Verfahrens

These 14:

De lege ferenda sollten die Regelungen zur Durchführung eines regulären oder kalten Delistings bzw. zur Durchführung eines Zwangsausschlusses einer Aktionärsminorität die Berechnung der Angemessenheit der Barabfindung gesetzlich vorgeben. Nur so lassen sich unvermeidliche Probleme angemessener gutachtlicher bzw. gerichtlicher Anteilsbewertung, die zu einer Übervorteilung der Minderheitsaktionäre einerseits sowie zu einer Unkalkulierbarkeit der Transaktion für den Finanzinvestor andererseits führen, vermeiden.

Nach gegenwärtiger Rechtslage besteht eine nicht unerhebliche Gefahr einer Übervorteilung der Minderheitsaktionäre durch eine Unterbewertung der Aktien im Rahmen der Abfindungsberechnung. Sie existiert überall dort, wo dem Hauptaktionär das Recht eingeräumt wird, eine an die Minderheitsaktionäre zu gewährende Barabfindung autonom⁷⁸⁷ festzusetzen, d.h. sowohl im Rahmen des regulären oder kalten Delistings als auch im Rahmen des aktienrechtlichen bzw. – sofern die Angemessenheitsvermutung der Barabfindung nicht greift – des übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens.

Daran ändert auch die Möglichkeit der gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung im Spruchverfahren bzw. beim übernahmerechtlichen Squeeze-Out im gerichtlichen Ausschlussverfahren wenig: die gerichtliche Feststellung der Barabfindung kann – ebenso wie die Bestimmung des Unternehmenswertes durch einen von dem Gericht angerufenen neutralen⁷⁸⁸ Sachverständigen – nur auf Grundlage der durch den Hauptaktionär zur Verfügung gestellten Informa-

⁷⁸⁷ Wenn die Höhe der Barabfindung auch, wie beispielsweise im Falle des Squeeze-Out (§ 327b AktG), anschließend durch einen sachverständigen Prüfer, der durch ein Gericht bestellt wird, als angemessen zu bestätigen ist.

⁷⁸⁸ Schon diese Neutralität wird aufgrund ökonomischer Abhängigkeiten zum Management/Hauptaktionär vielfach bezweifelt, vgl. *Drukarczyk*, in FS f. Scherrer (2004), S. 625 (642 f.); *Wenger/Kaserer/Hecker*, ZBB 2001, S. 317 (327).

tionen erfolgen. Bei Durchführung eines regulären bzw. kalten Delistings bzw. bei Durchführung eines im aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahrens kann dieser jedoch im Rahmen der abzuhaltenden Hauptversammlung seinen Informationsvorsprung dazu nutzen, mittels einer Verzerrung des wahren Unternehmenswertes zu seinen Gunsten eine Steigerung seines Gewinns zu erzielen.⁷⁸⁹ Im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens ist der Hauptaktionär mangels Durchführung einer Hauptversammlung den Aktionären gegenüber noch nicht einmal unmittelbar zur Information verpflichtet; diejenigen Informationen, die er dem Gericht zu liefern verpflichtet ist, unterliegen ebenso wie im Rahmen vorstehend genannter Delisting-Techniken der Gefahr einer Verzerrung. Es erscheint daher äußerst zweifelhaft, dass das Gericht in der Praxis tatsächlich den wahren Wert des Unternehmens, der sich bei Kenntnis sämtlicher für eine Unternehmensbewertung relevanter Informationen ergeben würde, zu ermitteln in der Lage ist.⁷⁹⁰

Darüber hinaus ist an der gegenwärtigen Rechtslage zu kritisieren, dass mangels gesetzlicher Vorgaben zur Berechnung der Angemessenheit der Barabfindung die Ermittlung dieser Angemessenheit – sei es im Rahmen des Spruchverfahrens im Anschluss an ein reguläres Delisting, ein kaltes Delisting oder ein aktienrechtliches Squeeze-Out Verfahren, sei es im Rahmen des gerichtlichen Ausschlussverfahrens im Zuge eines übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens – eine unverhältnismäßig lange Zeit in Anspruch nimmt. Dies hat für die Minderheitsaktionäre den Nachteil, dass sie zum Teil viele Jahre⁷⁹¹ auf ihre „angemessene“ Abfindung warten müssen.⁷⁹² Eine volle wirtschaftliche Kompensation für die Aktien liegt jedoch

⁷⁸⁹ Weiss, S. 230 f.; Rühland, S. 174.

⁷⁹⁰ Vgl. Drukarczyk, in FS f. Scherrer (2004), S. 625 (643); Krafczyk, in Schuster/Widmer, S. 257 (266); Helmig/Kemper, DBW 2002, S. 512 (524); Rühland, S. 181.

⁷⁹¹ Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (329), berechnen eine durchschnittliche Verfahrensdauer (bei Ausschöpfung des Rechtswegs) von knapp 11 Jahren.

⁷⁹² Weiss, S. 234, 238; Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (329 ff.), sprechen insoweit mit Recht von einer „Rechtsverweigerung“.

nur dann vor, wenn diese Kompensation relativ zeitnah nach der Initiierung eines Minderheiteausschlusses an die Aktionäre in voller Höhe ausgezahlt wird.⁷⁹³

Ein klarer Regelungsrahmen im Hinblick auf die Frage, wann eine an die Minderheitsaktionäre zu gewährende Barabfindung als angemessen erachtet wird, liegt letztlich auch im Interesse der Finanzinvestoren. Wie bereits dargestellt, benötigen diese zur vorherigen Kalkulation der Kosten einer Going Private Transaktion klare Vorgaben im Hinblick auf die den Minderheitsaktionären zu gewährende Barabfindung. Nur wenn – wie im Rahmen des Übernahmeverfahrens nach dem WpÜG – solche Vorgaben existieren, werden derartige Investitionen gefördert, was wiederum den Markt für Unternehmenskontrolle belebt. Bestehen entsprechende Vorschriften nicht, läuft der Finanzinvestor Gefahr, dass die von ihm vollzogene Transaktion aufgrund einer entsprechenden Entscheidung im Spruchverfahren bzw. im gerichtlichen Ausschlussverfahren wesentlich teurer wird als zunächst kalkuliert. Dieses Risiko könnte ihn von der Durchführung einer aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswerten Transaktion abhalten. Darüber hinaus hemmt die Gefahr erheblicher Nachzahlungsansprüche, die der Finanzinvestor laufend in seiner Kalkulation zu berücksichtigen hat, seine Bereitschaft, für die Zielgesellschaft sinnvolle und notwendige Investitionen zu tätigen.

Statt auf gutachtliche bzw. gerichtliche Lösungen bei der Bestimmung der richtigen Höhe der Abfindungszahlungen an die Minderheitsaktionäre zu setzen, sollten seitens des Gesetzgebers daher in Zukunft eher marktliche bzw. marktähnliche Konzepte zur Festsetzung bestimmter Berechnungsgrundlagen genutzt werden.⁷⁹⁴ Insoweit enthält § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. einen richtigen Ansatz, wonach eine im Rahmen eines übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens vom Hauptaktionär angebotene Barabfindung, die der im Rahmen eines Pflicht- oder Übernahmeangebots pro Aktie angebotenen Gegenleistung entspricht und von 90% der von dem

⁷⁹³ Weiss, S. 235, der deshalb zugunsten einer Verfahrensbeschleunigung zurecht eine Rückbesinnung auf § 287 ZPO (Wertfindung durch richterliche Schätzung) befürwortet, siehe a.a.O. S. 237. So auch Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, S. 64 f.

⁷⁹⁴ Drukarczyk, in FS f. Scherrer (2004), S. 625 (645); Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (330).

Angebot betroffenen Aktionäre angenommen wurde, zum unwiderleglichen Maßstab der Angemessenheit gemacht wird.⁷⁹⁵ Gleiches wurde bereits im Rahmen der Einführung des aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahrens diskutiert (vgl. § 327b AktG RegE ÜG,⁷⁹⁶ wonach eine vom Hauptaktionär angebotene Barabfindung, die dem Preis eines höchstens 6 Monate zurückliegenden Übernahmeangebots pro Aktie entspricht und von 90% der übrigen Aktionäre angenommen wurde, zum Maßstab der Angemessenheit gemacht wurde), jedoch nicht gesetzlich umgesetzt.⁷⁹⁷

Vergleicht man die Regelung des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. beispielsweise mit den für einen Zwangsausschluss von Minderheitsaktionären geltenden Regelungen in England, so ist festzustellen, dass sich dort, ebenso wie nunmehr in § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. umgesetzt, die Höhe der Abfindung beim Zwangsausschluss von Minderheitsaktionären ausschließlich an einem vorangehenden Übernahmeangebot bemisst: Gem. Sec. 428, 429 Companies Act⁷⁹⁸ muss der Bieter ein Angebot zum Erwerb aller Aktien der Zielgesellschaft abgeben. Dieses Angebot muss innerhalb einer Frist von 4 Monaten von 90% des Wertes der Aktien angenommen werden.⁷⁹⁹ Bei der Berechnung, ob die 90%-ige Zustimmung erreicht wurde, sind die Aktien des Bieters oder eines seiner associates abzuziehen (Sec. 428 (1), 430E Companies Act).⁸⁰⁰ Den Preis, den 90% der außenstehenden Aktionäre akzeptiert haben, erhalten dann auch die restlichen 10% als Abfindung.⁸⁰¹

⁷⁹⁵ Diese Regelung auch unter verfassungsrechtlichen Gesichtspunkten befürwortend: Z.B. van Kann/*Just*, DStR 2006, S. 328 (331). Ablehnend dagegen z.B. *Heidel/Lochner*, DB 2005, S. 2564 (2566).

⁷⁹⁶ Vgl. dazu *Weiss*, S. 210 ff.

⁷⁹⁷ *Drukarczyk*, in FS f. Scherrer (2004), S. 625 (644 f.).

⁷⁹⁸ Companies Act 1985 in der auf section 172 Financial Services Act und dessen schedule 12 beruhenden Fassung.

⁷⁹⁹ *Smerdon/Morse*, in *Palmer's Company Law Manual*, Rn. 12.204.

⁸⁰⁰ *Weinberg/Blank/Greystoke/Dick*, *Weinberg and Blank on take-overs and mergers*, Rn. 3-877.

⁸⁰¹ Vgl. *Rühland*, S. 164; Der Minderheitsaktionär kann zwar auch in England den Ausschluss gerichtlich überprüfen lassen (Sec. 430C (1) Companies Act). Die englischen Gerichte legen dem auszuschließenden Aktionär aber die Beweislast dafür auf, dass die Abfindung nicht angemessen ist und betonen dabei, dass dieser Beweis nur sehr schwer geführt werden kann (*Rühland*, NZG 2001, S. 448 (454) m.w.N.).

Die englischen Erfahrungen im Umgang mit dieser Regelung zeigen zum einen, dass dadurch das Risiko einer Übervorteilung der auszuschließenden Aktionäre stark reduziert werden kann.⁸⁰² Zum anderen zeigen empirische Untersuchungen, dass Minderheitsaktionäre bei einem solchermaßen gestalteten Ausschluss mit einem Gewinn von 15-30% gegenüber dem Börsenpreis rechnen können.⁸⁰³ Damit stellt die englische Lösung eine einfache, schnelle und höchst effektive Lösung für das Problem der Bewertung von Minderheitsanteilen dar.⁸⁰⁴

Diese in England funktionierende Regelung läuft in Deutschland derzeit jedoch noch leer: Zum einen wird hierzulande, wie vorstehend aufgezeigt,⁸⁰⁵ die relevante Annahmequote von 90% der von dem Übernahmeangebot betroffenen Aktionäre nur in den seltensten Fällen, nämlich in derzeit nur etwas mehr als 4% der Übernahmeverfahren, erreicht. Zum anderen führt die Regelung dann nicht zu den gewünschten Ergebnissen, wenn einerseits auch im Rahmen des übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens bei Nichterreichen der 90%-igen Annahmequote auch weiterhin die herkömmliche Ausschlussmöglichkeit der Minderheit auf Basis einer gutachtlichen und gerichtlichen Festlegung der Barabfindung gegeben ist (vgl. § 39b Abs. 1 WpÜG n.F.), und andererseits der zur Frage der Angemessenheit der Barabfindung unzulängliche Regelungsrahmen in den daneben weiterhin bestehenden Möglichkeiten zur Durchführung einer Going Private Transaktion (namentlich bei Durchführung eines regulären oder kalten Delistings bzw. eines aktienrechtlichen Squeeze-Out Verfahrens) unverändert fortbesteht. Trotz Einführung des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. bleiben in Deutschland daher derzeit sowohl die oben genannten Probleme einer möglichen Übervorteilung der Minderheit⁸⁰⁶ als auch die Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Kalkulierbarkeit der Transak-

⁸⁰² Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (320); Rühland, S. 182.

⁸⁰³ Franks/Harris/Mayer, Means of Payment in Takeovers: Results for the US, S. 221, 242; Rühland, S. 182.

⁸⁰⁴ Vgl. Weiss, S. 210 ff.

⁸⁰⁵ Siehe oben unter Teil 3.C.III.2.b.

⁸⁰⁶ Wie Wenger/Kaserer/Hecker, ZBB 2001, S. 317 (331), mit Recht betonen, wird ein Bieter, der alternativlos die 90%-Schwelle überschreiten muss, von vornherein ein deutlich besseres Angebot abgeben als einer, der die Minderheitsaktionäre alternativ noch zu einem langwierigen Spruchstellenverfahren „nötigen“ kann.

tion für den Finanzinvestor bei Durchführung einer Going Private Transaktion bestehen.

Eine Lösung dieser Problematik ist *de lege ferenda* auf folgende Art und Weise denkbar: In jedem Fall sollte der Gesetzgeber zu einer Reduzierung der bislang noch bestehenden Bewertungsspielräume im Rahmen sämtlicher Going Private Techniken – sei es durch entsprechende Anpassung des § 38 BörsG zur Durchführung eines regulären Delistings, durch Ergänzung des AktG bzw. des UmwG zur Durchführung einer der genannten kalten Delisting-Techniken oder durch Aufnahme entsprechender Regelungen im AktG bzw. im WpÜG zur Durchführung eines aktien- oder übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens – die Art der Ermittlung einer an die außenstehenden Aktionäre zu zahlenden Barabfindung festlegen, indem er die Frage, wann eine Barabfindung als „angemessen“ zu erachten ist, gesetzlich regelt. So könnten gesetzliche Vorgaben beispielsweise die anzuwendenden Bewertungs- und Ermittlungsmethoden zur Durchführung einer Unternehmensbewertung konkret regeln und festschreiben, dass grundsätzlich bei entsprechender Anwendung der gesetzlichen Methoden die so ermittelte Höhe der Barabfindung den „wahren“ Unternehmenswert widerspiegelt und damit das Kriterium der „Angemessenheit“ erfüllt. Hierbei muss jedoch auch der durch das BVerfG in seiner *DAT/Altana*-Entscheidung⁸⁰⁷ zugrunde gelegte Grundsatz, dass der Börsenkurs der Aktien eine Untergrenze für die zu zahlende Barabfindung darstellt, mit in die gesetzliche Regelung aufgenommen werden.

Zusätzlich könnte der Gesetzgeber die vorherige Durchführung eines Übernahmeverfahrens nach dem WpÜG zur gesetzlichen Voraussetzung einer Going Private Transaktion – die, wie die Praxis zeigt, einer solchen Transaktion in der Regel ohnehin meist vorausgeht – machen und, neben der Geltung zuvor dargelegter gesetzlicher Bewertungsmethoden, die bereits für das übernahmerechtliche Squeeze-Out Verfahren geltende Regelung der gesetzlichen Vermutung der Angemessenheit der Barabfindung bei einer bestimmten Annahmequote im Rahmen des Übernahmeverfahrens für alle Going Private Techniken einführen. Hierbei ist jedoch zu be-

⁸⁰⁷ BVerfG, ZIP 1999, S. 1436 (1441).

achten, dass, wie vorstehend aufgezeigt,⁸⁰⁸ eine Annahmequote von 90% der außenstehenden Aktionäre in Deutschland bisher nur in den seltensten Fällen erreicht wird. Ob demnach eine Annahmequote von 90% im Rahmen des vorangegangenen Übernahmeangebots tatsächlich auch in Deutschland das maßgebliche Kriterium für die Angemessenheit der Gegenleistung darstellen sollte, erscheint zweifelhaft. Vielmehr sollte hier nach konkreter Auswertung der in der Vergangenheit zu beobachtenden Annahmequoten eine geringere Schwelle angedacht werden. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass auch schon bei einer (unter 90% liegenden) Annahmequote der außenstehenden Aktionäre grundsätzlich von der Angemessenheit des Angebots ausgegangen werden kann,⁸⁰⁹ so dass sich eine gerichtliche Wertkontrolle erübrigt. Für all diejenigen Fälle, in denen die vorgeschriebene Annahmequote nicht erreicht wird, sollten dann die gesetzlich vorgegeben Bewertungsmethoden gelten.

Eine Angemessenheitsprüfung in einem Spruch- oder gerichtlichen Ausschlussverfahren mittels hochkomplexer, gesetzlich nicht geregelter betriebswirtschaftlicher Bewertungsmethoden dürfte aufgrund der angesprochenen Manipulationsmöglichkeiten, der überlangen Verfahrensdauer und der konkret erzielten Abfindungssummen vorstehend dargelegten gesetzlichen Regelung deutlich unterlegen sein.⁸¹⁰

⁸⁰⁸ Siehe hierzu oben Teil 3.C.III.2.b.

⁸⁰⁹ Vgl. *Weiss*, S. 217; *Wenger/Kaserer/Hecker*, ZBB 2001, S. 317 (330).

⁸¹⁰ So auch *Weiss*, S. 217 (237); *Rühlend*, S. 182 f.

Teil 4: Schlussbetrachtung

A. Zusammenfassung

Der Rückzug von der Börse spielt eine wichtige Rolle für einen funktionierenden Kapitalmarkt. Die Untersuchung hat ergeben, dass die einem Börsenrückzug zugrunde liegenden Regelungen einen weitgehend ausgewogenen Ausgleich zwischen den Interessen der Minderheitsaktionäre auf der einen und denen des Finanzinvestors auf der anderen Seite herstellen. Gleichwohl können die gesetzlichen Regelungen noch nicht als gänzlich befriedigend angesehen werden, da sie insbesondere im Zusammenhang mit der an die Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung noch immer zu viele Rechtsfragen offen lassen und damit zum Teil erhebliches Konfliktpotential für Rechtsstreitigkeiten liefern. Dies führt aus Sicht des Finanzinvestors zu Rechtsunsicherheiten hinsichtlich der Kalkulierbarkeit der Kosten und des zeitlichen Rahmens der geplanten Going Private Transaktion; aufgrund der damit verbundenen Risiken könnten Finanzinvestoren möglicherweise von der Durchführung einer entsprechenden, aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sinnvollen Transaktion abgehalten werden. Aus Sicht der Minderheitsaktionäre besteht demgegenüber die nicht zu unterschätzende Gefahr einer Übervorteilung durch den Finanzinvestor bzw. den Hauptaktionär, wodurch diese möglicherweise das Vertrauen in den Kapitalmarkt verlieren.

Im Einzelnen ist folgendes festzustellen:

Einerseits führen gesetzliche Regelungen, die die Durchführung von Going Private Transaktionen begünstigen, zu einer optimalen Reallokation unternehmerischer Ressourcen sowie zu einer Erhöhung der allgemeinen Wohlfahrt, was entsprechende Regelungen aus gesamtwirtschaftlicher Sicht als sinnvoll erscheinen lässt. Andererseits muss, wie vorstehend aufgezeigt wurde, der gesetzliche Regelungsrahmen auch dazu geeignet sein, einen effektiven Schutz der Minderheitsaktionäre zu gewährleisten, da nur so die Funktionsfähigkeit und die Finanzkraft des Kapitalmarktes nachhaltig gesichert werden kann.

Mit Einführung des WpÜG wurde für einen an der Übernahme einer Zielgesellschaft interessierten Finanzinvestor ein verlässlicher Rechtsrahmen geschaffen, der der gesamten Beteiligungsbranche zugute kommt. Wie aufgezeigt, führen die Regelungen zum Pflichtangebot und zur Gegenleistung im WpÜG zwar dazu, dass die Übernahme einer Zielgesellschaft durch einen Investor verteuert wird; allerdings sind die Regelungen zum Minderheitenschutz nicht so ausgestaltet, dass diese eine solide kalkulierte Übernahme gänzlich vereiteln werden. Im Ergebnis ist daher festzustellen, dass die Regelungen des WpÜG einen angemessenen Ausgleich zwischen den widerstrebenden Interessen der Minderheitsaktionäre und denjenigen der Finanzinvestoren schaffen und beiden Seiten in angemessener Art und Weise gerecht werden.

Allerdings hat sich erwiesen, dass der Weg eines regulären Delistings aufgrund der durch die Rechtsprechung mit der *Macrotron*-Entscheidung geschaffenen strengen Regelungen zum Minderheitenschutz mit vielen Rechtsunsicherheiten für den Finanzinvestor verbunden ist. Hier ist weder dem Gesetzgeber noch der Rechtsprechung ein angemessener Interessenausgleich gelungen; vielmehr wurden allein die Rechte der Minderheitsaktionäre zu Lasten der Interessen eines Finanzinvestors gestärkt. Aus diesem Grunde ist zu vermuten, dass einem Hauptaktionär auch künftig anderweitige Techniken einer Going Private Transaktion attraktiver erscheinen und die Durchführung eines regulären Delisting nach den Vorschriften des § 38 Abs. 4 BörsG und den entsprechenden BörsO-en in der Praxis an Bedeutung verlieren wird.

Attraktiver erscheint demgegenüber die Durchführung eines kalten Delistings. Dieses ist insbesondere in den Fällen, in denen das Gesetz eine Abfindungszahlung an die Aktionäre vorsieht, mit einer erheblichen Rechtssicherheit und einer großen Kalkulierbarkeit hinsichtlich dem zeitlichen Aufwand verbunden. Dies kommt sowohl dem Finanzinvestor als auch den Minderheitsaktionären zugute, da jede der betroffenen Parteien abschätzen kann, worauf sie sich einzustellen hat. Lediglich in Fällen, in denen die Minderheitsaktionäre keinen gesetzlichen Anspruch auf eine Barabfindung haben, besteht nach der *Macrotron*-Entscheidung des BGH auch im

Rahmen des kalten Delistings eine vergleichbare Rechtsunsicherheit wie im Rahmen des regulären Delistings. Dies gilt jedenfalls so lange, bis eine endgültige gesetzliche oder richterliche Entscheidung dahingehend herbeigeführt wird, (1) ob die in der *Macrotron*-Entscheidung entwickelten Grundsätze auch im Rahmen des kalten Delistings anzuwenden sind, und, wenn dies bejaht wird, (2) wie diese Grundsätze insbesondere im Hinblick auf die Ermittlung der zu gewährenden Barabfindung auszulegen sind.

Bis zu einer Klärung dieser Fragen wird es ein Finanzinvestor voraussichtlich dann, wenn er die relevante Beteiligungsschwelle von 95% der Aktien der Zielgesellschaft erreicht, vorziehen, ein aktien- oder übernahmerechtliches Squeeze-Out-Verfahren durchzuführen, da dieses aufgrund des durch den Gesetzgeber geschaffenen klaren Regelungsrahmens dem Finanzinvestor eine weitgehende Transaktionsunsicherheit verschafft. Ein kaltes Delisting wird daher künftig wohl lediglich in den Fällen in Betracht kommen, in denen mangels Erreichen der 95%-Schwelle die Durchführung eines Squeeze-Outs nicht realisierbar ist. Erste Untersuchungen haben diese Tendenz zur Bevorzugung des Squeeze-Out-Verfahrens als Going Private Technik bestätigt.

Sämtlichen Going Private-Techniken ist jedoch gemein, dass der Gesetzgeber sowohl im Rahmen der Regelungen zum regulären Delisting bzw. den kalten Delisting-Techniken als auch im Rahmen des aktien- oder übernahmerechtlichen Squeeze-Out Verfahrens darauf verzichtet hat, klare gesetzliche Vorgaben im Hinblick auf die Berechnung und Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung zu machen. Wie aufgezeigt, vermag an der damit verbundenen Rechtsunsicherheit im Hinblick auf die finanzielle Kalkulierbarkeit der Transaktion auch die für ein übernahmerechtliches Squeeze-Out Verfahrens neu eingeführte Regelung des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F. nichts zu ändern, da – wie eine Auswertung der Annahmequote aus bisherigen Übernahmeverfahren zeigt – die gesetzliche Vermutung der Angemessenheit der Barabfindung aufgrund der hohen relevanten Annahmequote von 90% der außenstehenden Aktionäre im Rahmen des Übernahmeverfahrens in der Praxis keine bedeutende Rolle spielen wird. Ob und inwieweit sich der Finanzin-

vestor somit nach Beendigung des – möglicherweise über Jahre dauernden – Spruchverfahrens bzw. gerichtlichen Ausschlussverfahrens erheblichen Nachzahlungsansprüchen der ehemaligen Minderheitsaktionäre gegenübersteht, da im Rahmen dieser Verfahren die ursprünglich gebotene Barabfindung für nicht angemessen und damit als unzureichend erachtet wird, ist weder absehbar noch kalkulierbar. Gleichermaßen sieht sich ein Minderheitsaktionär aufgrund der fehlenden gesetzlichen Vorgaben zur Berechnung der Angemessenheit der Barabfindung einer erheblichen Gefahr einer Übervorteilung durch den Finanzinvestor gegenüber.

Diese Unsicherheiten und Risiken, welche sowohl der Finanzinvestor als auch der Minderheitsaktionär – wenn auch aus verschiedenen Blickwinkeln – bei ihrer Investitionsentscheidung berücksichtigen werden, sind einerseits potentiell dazu geeignet, aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sinnvolle Going Private Transaktionen zu verhindern, und schwächen andererseits das Vertrauen der Minderheitsaktionäre in den Kapitalmarkt. An dieser Stelle ist daher der Gesetzgeber gefragt, der zu einer Reduzierung der bislang noch bestehenden Bewertungsspielräume im Rahmen sämtlicher Going Private Techniken einen klaren Regelungsrahmen im Hinblick auf die konkrete Berechnung der Angemessenheit der Barabfindung aufzustellen hat. Ergänzend hierzu könnten sämtliche Going Private Techniken von der vorherigen Durchführung eines öffentlichen Übernahmeangebots nach den Regelungen des WpÜG abhängig gemacht und hierbei zusätzlich eine Regelung zur Angemessenheitsvermutung (ähnlich dem Vorbild des § 39a Abs. 3 WpÜG n.F.) im Hinblick auf die Höhe der im Rahmen des Übernahmeverfahrens gebotenen Gegenleistung eingeführt werden.

B. Ausblick

Trotz der beschriebenen Probleme einer Übervorteilungsgefahr der Minderheitsaktionäre kann die grundsätzliche gesamtwirtschaftliche Vorteilhaftigkeit einer Going Private Transaktion *de lege lata* nicht bestritten werden. Eine potentielle Vermögensschädigung der Minderheitsaktionäre durch suboptimale gutachtliche bzw. gerichtliche Abfindungsfestsetzungen stellt volkswirtschaftlich allenfalls eine gewisse Umverteilung zugunsten des Mehrheitsaktionärs dar, welche die insgesamt vorhandenen positiven Allokationseffekte einer Going Private Transaktion nicht mindern kann. Dennoch ist auch bei einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung jedenfalls mittel- und langfristig zu berücksichtigen, dass die Aussicht, im Wege einer Going Private Transaktion übervorteilt zu werden, die Bereitschaft der Kapitalmarktteilnehmer zur Bereitstellung von Kapital für Aktiengesellschaften und damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als Finanzierungsquelle empfindlich einschränken könnte.⁸¹¹

Im Ergebnis ist jedoch festzustellen, dass die durch den Gesetzgeber geschaffenen Regelungen zur Durchführung einer Going Private Transaktion im Wege eines Übernahmeangebots mit anschließendem Squeeze-Out neben den Interessen des Finanzinvestors auch die Interessen der Minderheitsaktionäre insgesamt hinreichend beachtet. Dies gilt insbesondere, wenn die künftige Rechtsprechung und Gesetzgebung zu einer weiteren Konkretisierung der Preis- und Bewertungsaspekte führen wird und es so zu einer Reduzierung der bislang noch bestehenden Bewertungsspielräume zur Verhinderung einer Übervorteilung der Minderheitsaktionäre einerseits und einer mangelnden Kostenkalkulierbarkeit für die Finanzinvestoren andererseits kommt. Dies könnte auch Finanzinvestoren dazu veranlassen, von vorn herein ein faires und dem wahren Wert der Gesellschaft entsprechendes Barabfindungsangebot zu unterbreiten, um so den Kosten- und Zeitaufwand eines Spruchstellenverfahrens zu minimieren. So ist eine systematische Ausbeutung der Minderheitsaktionäre weitgehend auszuschließen und ein reibungsloser Ablauf

⁸¹¹ Richard/Weinheimer, BB 1999, S. 1613 ff.

einer Going Private Transaktion zu erwarten. Insbesondere kann man im Ergebnis davon ausgehen, dass die mit Einführung des Squeeze-Outs geschaffene Planungssicherheit für Finanzinvestoren das mit der Durchführung eines Spruchstellenverfahrens einhergehende „Restrisiko“ einer nachträglichen Verteuerung der Transaktion aufwiegt.

Da in Deutschland neben einem zu verzeichnenden ansteigenden Interesse von strategischen Investoren auch Übernahmen durch Finanzinvestoren an Gewicht gewinnen werden, wird der Trend zum Börsenrückzug anhalten. Außerdem setzt sich auch in Deutschland langsam die im angelsächsischen Raum seit Jahren anhaltende Auffassung durch, dass einem Rückzug von der Börse nichts Negatives anhaftet. Vielmehr kann dieser Schritt in einer bestimmten Unternehmenssituation und in einer bestimmten Lage der Gesellschaft die einzig richtige Handlungsalternative sein. Dies schließt keineswegs aus, dass zu einem späteren Zeitpunkt ein erneuter Börsengang für sinnvoll erachtet wird. In jedem Fall ist zu erwarten, dass Going Private Transaktionen auch in Zukunft sowohl auf Unternehmens- als auch auf gesamtwirtschaftlicher Ebene weitere Wert- und Wohlfahrtspotentiale eröffnen werden. Insbesondere ist damit zu rechnen, dass derartige Transaktionen den Markt für Unternehmenskontrolle beleben werden, was im Ergebnis zu einer effizienteren Allokation unternehmerischer Ressourcen führt.

Am Ende profitieren alle Beteiligten von einer klaren Regelung der rechtlichen Rahmenbedingungen einer Going Private Transaktion: der Minderheitsaktionär profitiert dadurch, dass er von Anfang an weiß, vorauf der sich bei seiner Investition in eine börsennotierte Aktiengesellschaft einlässt und die Gefahr seiner Übervorteilung sinkt. Finanzinvestor und rückzugswillige Unternehmen profitieren insofern, als dass sie sich von vorn hinein auf die notwendigen Voraussetzungen einer derartigen Transaktion einstellen können und dass sie – werden die vorgegebenen Regelungen eingehalten – keine langwierigen und kostspieligen Klagen und finanziellen Nachforderungen seitens der Minderheitsaktionäre befürchten müssen.

C. Thesenüberblick

These 1:

Going Private Transaktionen sind insbesondere für Gesellschaften ohne den Bedarf der Kapitaldeckung über die Börse sowie für unterbewertete Gesellschaften die richtige Strategie.

These 2:

Ein Finanzinvestor kann durch einen Börsenrückzug ungenutzte Wertpotentiale der Zielgesellschaft ausschöpfen.

These 3:

Die Erleichterung von Going Private Transaktionen führt zu einer erhöhten Aktivität auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, wodurch eine optimale Reallokation unternehmerischer Ressourcen begünstigt wird; Going Private Transaktionen führen zu einer Erhöhung der allgemeinen Wohlfahrt und sind aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswert.

These 4:

Ein effektiver Schutz der Minderheitsaktionäre im Rahmen einer Going Private Transaktion ist für die Finanzkraft und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dringend erforderlich.

These 5:

Die Interessen der Minderheitsaktionäre sind im Rahmen von Going Private Transaktionen besonders schutzbedürftig.

These 6:

Zur optimalen Ausgestaltung einer Going Private Transaktion ist ein umfassender Ausgleich der Interessen des Finanzinvestors einerseits und derjenigen der Minderheitsaktionäre andererseits erforderlich.

These 7:

Für den Finanzinvestor bestehen gegenwärtig hinreichend flexible Möglichkeiten der Kaufvertragsgestaltung, um seine Interessen auch bei einem Scheitern seines Übernahmeangebots zu wahren.

These 8:

Der Finanzinvestor kann die Finanzierungsstruktur der Transaktion so gestalten, dass der Principal-Agent-Konflikt weitgehend gelöst und große Produktivitäts- und Effizienzgewinne erzielt werden können.

These 9:

Die Regelungen des WpÜG berücksichtigen die widerstreitenden Interessen des Finanzinvestors und der Minderheitsaktionäre ausgewogen.

These 9 a:

Die Regelungen des WpÜG zur Transparenz des Übernahmeverfahrens tragen dem Interesse des Minderheitsaktionärs, seine Entscheidung über die Annahme oder Nichtannahme des Angebots auf Grundlage einer angemessenen Informationsbasis zu treffen, ausreichend Rechnung. Dadurch eventuell entstehende Nachteile für den Bieter sind hinzunehmen und sind nicht geeignet, ein Übernahmeverfahren zu verhindern.

These 9 b:

Das Pflichtangebot dient in ökonomischer Hinsicht sowohl dem Minderheitenschutz als auch dem Interesse des Marktes an einer besseren Allokation der Unternehmensressourcen und stellt kein entscheidendes Hindernis für erwünschte Going Private Transaktionen dar.

These 9 c:

Die gesetzlichen Regelungen zur Mindesthöhe der Gegenleistung im Rahmen eines Übernahmeangebots tragen dem Interesse des Minderheitsaktionärs an einer angemessenen Abfindung für die von ihm gehaltenen, zur Übernahme stehenden Aktien ausreichend Rechnung. Dadurch entstehende finanzielle Nachteile für den Bieter sind hinzunehmen und liegen im Ergebnis sogar in dessen Interesse.

These 9 d:

Das Neutralitätsgebot des § 33 WpÜG dient sowohl dem Interesse des Finanzinvestors als auch dem Interesse des Minderheitsaktionärs.

These 9 e:

Der bestehende dreigliedrige Rechtsschutz des WpÜG zugunsten der an einem öffentlichen Übernahmeangebot beteiligten Personen schützt auch die Interessen der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft hinreichend.

These 10:

Die Private Equity-Branche profitiert grundsätzlich von der Einführung des WpÜG, da dessen Regelungen den Prozess der Übernahme einer Gesellschaft in vorhersehbare Bahnen lenkt.

These 11:

Der BGH hat die Anforderungen an ein reguläres Delisting deutlich zu Lasten der rückzugswilligen Unternehmen/Finanzinvestoren verschärft. Die Interessen der Minderheitsaktionäre scheinen zwar nunmehr ausreichend gewahrt – einem Finanzinvestor wurde die Durchführung eines regulären Delisting allerdings deutlich erschwert.

These 12:

Zumindest in den Strukturmaßnahmen, in denen das Gesetz eine Abfindungszahlung an die Aktionäre vorsieht, erscheint für Finanzinvestoren deren Anwendung zur Durchführung eines kalten Delistings grundsätzlich attraktiver als die Durchführung eines regulären Delistings. Grund hierfür ist, dass das Verfahren eines kalten Delistings mit größerer Rechtssicherheit und Kalkulierbarkeit zumindest im Hinblick auf den zeitlichen Aufwand verbunden ist. Die Kosten der Transaktion sind jedoch auch hier mangels gesetzlicher Vorgaben im Vorfeld nur schlecht kalkulierbar. In den Fällen, in denen das Gesetz trotz der Rechtsfolge eines kalten Delistings keine Abfindungszahlung an die Aktionäre vorsieht, bestehen angesichts der *Macrotron*-Entscheidung des BGH auch bei Durchführung eines kalten Delistings noch viele offene dogmatische Fragen und daraus resultierende rechtliche Unwägbarkeiten und Unsicherheiten für Großaktionäre und Finanzinvestoren.

These 13:

Die durch die Squeeze-Out Regelung gegebene Möglichkeit zum Ausschluss von Minderheitsaktionären aus der Gesellschaft ist gesamtwirtschaftlich von Vorteil und auch vor dem Hintergrund der Interessen der Minderheitsaktionäre verfassungsgemäß. Für Finanzinvestoren, die eine Going Private Transaktion anstreben, ist die Einführung der Squeeze-Out Regelung ein großer Fortschritt.

These 14:

De lege ferenda sollten die Regelungen zur Durchführung eines regulären oder kalten Delistings bzw. zur Durchführung eines Zwangsausschlusses einer Aktionärsminorität die Berechnung der Angemessenheit der Barabfindung gesetzlich vorgeben. Nur so lassen sich unvermeidliche Probleme angemessener gutachtlicher bzw. gerichtlicher Anteilsbewertung, die zu einer Übervorteilung der Minderheitsaktionäre einerseits sowie zu einer Unkalkulierbarkeit der Transaktion für den Finanzinvestor andererseits führen, vermeiden.